

# БЕНДЖАМИН ГРЭХЕМ

Коллекционер Дэвидсон Цайлинг на сайте — [www.davidsoncyling.com](http://www.davidsoncyling.com).

Предисловие и введение Уоррена Баффета

"Самый лучший из когда-либо написанных  
книг по инвестированию"

Уоррен Баффет

# РАЗУМНЫЙ ИНВЕСТИТОР

ИНВЕСТИРОВАНИЕ С УЧЕТОМ РЕАЛЬНОЙ  
СТОИМОСТИ БИЗНЕСА



Harper Business Essentials



## Annotation

*Разумный инвестор* относится к числу книг, которые обязательно должны быть на книжной полке каждого, кто хотел бы с умом использовать возможности фондового рынка для приумножения своего капитала. Став за десятилетия, прошедшие со времени своего первого издания в 1949 году, настоящей библией фондового рынка, классический труд Бенджамина Грэхема дает читателю эффективно работающий метод инвестирования, основанный на сопоставлении цен и реальной стоимости акций.

В книге рассмотрены принципиальные различия между инвестированием и спекуляцией; описаны два типа инвесторов — активный и пассивный — и особенности инвестиционных стратегий каждого из них. Книга представляет интерес для широкого круга читателей. Она может стать справочником как для индивидуальных, так и для профессиональных инвесторов. Особенно полезна она для студентов, аспирантов и преподавателей, поскольку предлагает обобщенный, систематический взгляд на тенденции, десятилетиями складывающиеся на фондовом рынке.

- 
- - [Благодарность Джейсона Цвейга](#)
  - [Уоррен Баффет: Предисловие к четвертому изданию](#)
  - [Предисловие](#)
  - [1. Инвестиции или спекуляции: на что следует ориентироваться разумному инвестору](#)
  - [2. Инвестор и инфляция](#)
  - [3. Столетие фондового рынка: картина начала 1972 года](#)
  - [4. Основы портфельной политики: пассивный, или "обороняющийся", инвестор](#)
  - [5. Пассивный инвестор и обыкновенные акции](#)
  - [6. Портфельная политика для активного инвестора: недостатки](#)
  - [7. Портфельная политика для активного инвестора: положительный аспект](#)
  - [8. Инвестор и колебания рынка](#)
  - [9. Инвестор и инвестиционные фонды](#)
  - [10. Инвестор и его консультанты](#)
  - [11. Анализ ценных бумаг для непрофессионального инвестора: общий](#)

подход

- [12. Что следует учитывать при анализе EPS](#)
- [13. Анализ ценных бумаг на практике: сравнение четырех компаний](#)
- [14. Выбор акций пассивным инвестором](#)
- [15. Выбор акций активным инвестором](#)
- [16. Конвертируемые ценные бумаги и варранты](#)
- [17. Четыре чрезвычайно поучительных примера](#)
- [18. Сравнительный анализ восьми пар компаний](#)
- [19. Акционеры и руководство компаний: дивидендная политика](#)
- [20. Маржа безопасности — основная концепция инвестиционной](#)

деятельности

- [Комментарии](#)
- [Эпилог](#)
- [Джейсон Цвейг о Бенджамине Грэхеме](#)
- [notes](#)

- [1](#)
- [2](#)
- [3](#)
- [4](#)
- [5](#)
- [6](#)
- [7](#)
- [8](#)
- [9](#)
- [10](#)
- [11](#)
- [12](#)
- [13](#)
- [14](#)
- [15](#)
- [16](#)
- [17](#)
- [18](#)
- [19](#)
- [20](#)
- [21](#)
- [22](#)
- [23](#)
- [24](#)

- [25](#)
- [26](#)
- [27](#)
- [28](#)
- [29](#)
- [30](#)
- [31](#)
- [32](#)
- [33](#)
- [34](#)
- [35](#)
- [36](#)
- [37](#)
- [38](#)
- [39](#)
- [40](#)
- [41](#)
- [42](#)
- [43](#)
- [44](#)
- [45](#)
- [46](#)
- [47](#)
- [48](#)
- [49](#)
- [50](#)
- [51](#)
- [52](#)
- [53](#)
- [54](#)
- [55](#)
- [56](#)
- [57](#)
- [58](#)
- [59](#)
- [60](#)
- [61](#)
- [62](#)
- [63](#)

- [64](#)
- [65](#)
- [66](#)
- [67](#)
- [68](#)
- [69](#)
- [70](#)
- [71](#)
- [72](#)
- [73](#)
- [74](#)
- [75](#)
- [76](#)
- [77](#)
- [78](#)
- [79](#)
- [80](#)
- [81](#)
- [82](#)
- [83](#)
- [84](#)
- [85](#)
- [86](#)
- [87](#)
- [88](#)
- [89](#)
- [90](#)
- [91](#)
- [92](#)
- [93](#)
- [94](#)
- [95](#)
- [96](#)
- [97](#)
- [98](#)
- [99](#)
- [100](#)
- [101](#)
- [102](#)

- [103](#)
- [104](#)
- [105](#)
- [106](#)
- [107](#)
- [108](#)
- [109](#)
- [110](#)
- [111](#)
- [112](#)
- [113](#)
- [114](#)
- [115](#)
- [116](#)
- [117](#)
- [118](#)
- [119](#)
- [120](#)
- [121](#)
- [122](#)
- [123](#)
- [124](#)
- [125](#)
- [126](#)
- [127](#)
- [128](#)
- [129](#)
- [130](#)
- [131](#)
- [132](#)
- [133](#)
- [134](#)
- [135](#)
- [136](#)
- [137](#)
- [138](#)
- [139](#)
- [140](#)
- [141](#)

- [142](#)
- [143](#)
- [144](#)
- [145](#)
- [146](#)
- [147](#)
- [148](#)
- [149](#)
- [150](#)
- [151](#)
- [152](#)
- [153](#)
- [154](#)
- [155](#)
- [156](#)
- [157](#)
- [158](#)
- [159](#)
- [160](#)
- [161](#)
- [162](#)
- [163](#)
- [164](#)
- [165](#)
- [166](#)
- [167](#)
- [168](#)
- [169](#)
- [170](#)
- [171](#)
- [172](#)
- [173](#)
- [174](#)
- [175](#)
- [176](#)
- [177](#)
- [178](#)
- [179](#)
- [180](#)

- [181](#)
- [182](#)
- [183](#)
- [184](#)
- [185](#)
- [186](#)
- [187](#)
- [188](#)
- [189](#)
- [190](#)
- [191](#)
- [192](#)
- [193](#)
- [194](#)
- [195](#)
- [196](#)
- [197](#)
- [198](#)
- [199](#)
- [200](#)
- [201](#)
- [202](#)
- [203](#)
- [204](#)
- [205](#)
- [206](#)
- [207](#)
- [208](#)
- [209](#)
- [210](#)
- [211](#)
- [212](#)
- [213](#)
- [214](#)
- [215](#)
- [216](#)
- [217](#)
- [218](#)
- [219](#)



- [220](#)
- [221](#)
- [222](#)
- [223](#)
- [224](#)
- [225](#)
- [226](#)
- [227](#)
- [228](#)
- [229](#)
- [230](#)
- [231](#)
- [232](#)
- [233](#)
- [234](#)
- [235](#)
- [236](#)
- [237](#)
- [238](#)
- [239](#)
- [240](#)
- [241](#)
- [242](#)
- [243](#)
- [244](#)
- [245](#)
- [246](#)
- [247](#)
- [248](#)
- [249](#)
- [250](#)
- [251](#)
- [252](#)
- [253](#)
- [254](#)
- [255](#)
- [256](#)
- [257](#)
- [258](#)

- [259](#)
- [260](#)
- [261](#)
- [262](#)
- [263](#)
- [264](#)
- [265](#)
- [266](#)
- [267](#)
- [268](#)
- [269](#)
- [270](#)
- [271](#)
- [272](#)
- [273](#)
- [274](#)
- [275](#)
- [276](#)
- [277](#)
- [278](#)
- [279](#)
- [280](#)
- [281](#)
- [282](#)
- [283](#)
- [284](#)
- [285](#)
- [286](#)
- [287](#)
- [288](#)
- [289](#)
- [290](#)
- [291](#)
- [292](#)
- [293](#)
- [294](#)
- [295](#)
- [296](#)
- [297](#)

- [298](#)
- [299](#)
- [300](#)
- [301](#)
- [302](#)
- [303](#)
- [304](#)
- [305](#)
- [306](#)
- [307](#)
- [308](#)
- [309](#)
- [310](#)
- [311](#)
- [312](#)
- [313](#)
- [314](#)
- [315](#)
- [316](#)
- [317](#)
- [318](#)
- [319](#)
- [320](#)
- [321](#)
- [322](#)
- [323](#)
- [324](#)
- [325](#)
- [326](#)
- [327](#)
- [328](#)
- [329](#)
- [330](#)
- [331](#)
- [332](#)
- [333](#)
- [334](#)
- [335](#)
- [336](#)

- [337](#)
  - [338](#)
  - [339](#)
  - [340](#)
  - [341](#)
  - [342](#)
  - [343](#)
  - [344](#)
  - [345](#)
  - [346](#)
  - [347](#)
  - [348](#)
  - [349](#)
  - [350](#)
  - [351](#)
  - [352](#)
  - [353](#)
  - [354](#)
  - [355](#)
  - [356](#)
- 

**Benjamin Graham**

**THE INTELLIGENT INVESTOR**

**Updated with New Commentary by Jason Zweig**

*HarperBusiness Essentials*

A HarperBusiness Book An Imprint of HarperCollins Publishers

**Бенджамин Грэхем**

**РАЗУМНЫЙ ИНВЕСТОР**

**Обновленное издание с комментариями Джейсона Цвейга**

Издательский дом "Вильямс" - Москва • Санкт-Петербург • Киев

2009

## Благодарность Джейсона Цвейга

Выражаю сердечную признательность всем, кто помог мне обновить книгу Грэхема: Эдвину Тэну из *HarperCollings*, понимание и неиссякаемая энергия которого помогли организовать этот проект; Роберту Сафьяну, Дэнису Мартину и Эрику Джелману из журнала *Money*, которые поддержали эту попытку с энтузиазмом и терпением; моему литературному агенту несравненному Джону У. Райту и неутомимой Таре Кальварски из *Money*. Отличные идеи и критические замечания я получил от Теодора Аронсона, Кевина Джонсона, Марты Орtiz и сотрудников общества с ограниченной ответственностью *Aronson + Aronson + Ortiz*; Питера Л. Бернштайна, президента корпорации *Peter L. Bernstein*; Уильяма Бурнштайна из *Efficient Frontier Advisors*; Джона С. Богла, основателя *Vanguard Group*; Чарльза Д. Эллиса, одного из основателей *Greenwich Associates*; Лоренса Б. Сигела, директора по исследованию инвестиционной политики *Fond Foundation*. Также я признателен Уоррену Баффету; Нине Манк; неутомимым сотрудникам *Time Inc. Business Information Research Center*, Мартину Фрид-сону, исполнительному директору *FridsonVision LLC*; Ховарду Шилиту, президенту *Center for Financial Research Analysis*; Роберту Н. Вересу, редактору и издателю *Inside Information*; Дэниелу Д. Фуссу из *Loomis Sayles Co.*; Ф. Барри Нельсону из *Advent Capital Management*, сотрудникам Музея финансовой истории США; Брайану Мэттесу и Гасу Сотеру из *Vanguard Group*; Джеймсу Сейделу из *RIA Thomsom*; Самилье Артамуре и Сину Мак Лафлину из корпорации ..., Алексу Ауэрбаху из *Ibbotson Associates*; Анетте Дарсон из *Morningstar*, Джейсону Брэму из Федерального резервного банка Нью-Йорка и управляющему одного из инвестиционных фондов, который пожелал остаться неизвестным.

А больше всего я благодарен своей жене и дочерям, которым я месяцами докучал своей круглосуточной работой. Без их преданной любви и терпения мне бы ничего не удалось сделать.

## Уоррен Баффет: Предисловие к четвертому изданию

Я прочел первое издание этой книги в начале 1950 года, когда мне было 19 лет. В то время я думал, что это самая лучшая из всех когда-либо написанных книг об инвестиционной деятельности. Я и сейчас так думаю.

Для достижения успехов в занятиях инвестициями вовсе не нужны сверхъестественно высокое значение коэффициента умственного развития, необычный подход к ведению бизнеса или обладание инсайдерской информацией. Для успеха необходимы разумный подход к принятию решений и способность сдерживать эмоции, чтобы уберечь свой метод от их разрушительной силы. В этой книге точно и понятно описан подходящий подход. Прежде всего вам следует придерживаться эмоциональной дисциплины.

Если вы будете придерживаться поведенческих и деловых принципов, которые пропагандирует Грэхем, и обратите особое внимание на бесценные советы, изложенные в главах 8 и 20, то не будете разочарованы результатами своей инвестиционной деятельности. (В них содержатся больше необходимых знаний, чем это представляется.) Удастся ли вам достичь выдающихся результатов или нет — будет зависеть от ваших попыток и разумных действий при инвестировании, а также от безрассудной амплитуды поведения фондового рынка. Чем глупее поведение фондового рынка, тем выше возможности для инвестора, который ведет себя как бизнесмен. Следуйте советам Грэхема, и вы сможете получить прибыль от причуд фондового рынка, а не участвовать в них.

Для меня лично Бен Грэхем был не просто автором этой книги или моим учителем. После моего отца из всех мужчин он оказал наиболее осязаемое влияние на мою жизнь. Вскоре после его смерти в 1976 году я написал о нем краткий некролог в *Financial Accounting Journal*. Я думаю, что по мере прочтения этой книги вы оцените некоторые качества, упомянутые в нем.

БЕНДЖАМИН ГРЭХЕМ  
1896-1976

Несколько лет назад Бен Грэхем, которому в то время было около восьмидесяти, сказал своему другу, что он надеется делать каждый день "что-то глупое, что-то творческое и что-то щедрое".

Эта необычная цель свидетельствует о его гениальном умении выражать идеи в форме, которая не содержит в себе никакого подтекста или самомнения. Несмотря на силу его идей, они преподносились в мягкой форме.

Читатели этого журнала не нуждаются в уточнении его достижений в соответствии со шкалой креативности. Довольно редко случается так, чтобы работу основателя отрасли знаний не превзошли его последователи. Но через 40 лет после выхода книги, которая привнесла определенную структуру и логику в беспорядочный и запутанный вид деятельности, сложно подыскать возможных кандидатов, которым удалось занять хотя бы вторую позицию в области анализа ценных бумаг. В сфере деятельности, где многое выглядит глупым уже через несколько недель или месяцев после опубликования, принципы Бена остаются разумными — их ценность часто усиливается и становится более понятной во время финансовых штормов, которые разрушают менее разумные компании. Его разумные наставления обеспечивают постоянное вознаграждение тем, кто им следует, — даже тем, кто по природе менее одарен, чем другие практики, допускающие ошибки, следуя ярким или модным новым советам.

Замечательно, что влияния, которого Бен достиг в своей профессиональной сфере, он добился без специальной концентрации всех усилий на чем-то одном. Это было, скорее, случайным побочным продуктом всеохватывающего ума. Феноменальная память, постоянное тяготение к знаниям и способность переплавить их в форму, приемлемую для решения, на первый взгляд, несвязанных проблем, обеспечивали применимость его способа мышления в любой из интересующих его сфер.

Третье присущее ему исключительное качество — великодушие — выделяло его из общей массы. Я знал Бена как учителя, моего работодателя и друга. В любом качестве — со всеми студентами, служащими и друзьями — у него была абсолютная свобода, щедрость на идеи, время или настроение. Если нужны были четкие формулировки, то лучше всего было пойти к Бену. И если возникала необходимость в поддержке или совете, Бен всегда был рядом.

Уолтер Липпман с уважением говорил о людях, которые сажают деревья, под которыми будут сидеть другие люди. Бен Грэхем был именно

таким человеком.

Опубликовано *Financial Analysts Journal*, ноябрь-декабрь 1976 года



# Предисловие

## О чем эта книга

Цель этой книги — помочь непрофессионалам в разработке и использовании инвестиционной политики. В ней сравнительно мало говорится о технике анализа ценных бумаг. Главное внимание уделено принципам инвестирования и позиции инвесторов, т.е. их отношению к выбору ценных бумаг. В сжатом виде приводится сравнение акций ряда компаний — главным образом попарные, — названия которых размещены рядом в листинге Нью-йоркской фондовой биржи. Подобным образом мы хотим показать важные моменты, с которыми сталкивается инвестор при выборе обыкновенных акций.

Много внимания в книге уделено также историческим примерам поведения финансовых рынков, которые в некоторых случаях относятся к событиям многолетней давности. Чтобы разумно инвестировать средства в ценные бумаги, нужно сначала вооружиться соответствующими знаниями о том, что в действительности происходит с различными типами облигаций и акций в изменчивых условиях рынка — с некоторыми из них вы вполне можете опять столкнуться в своей практике. Нет более правдивого и более подходящего для Уолл-стрит предостережения, чем известное высказывание: "Те, кто не помнит прошлого, обречены повторить его в будущем".

Эта книга предназначена для инвесторов, а не для спекулянтов, и ее первая задача состоит в том, чтобы определить различие между ними. Можно сказать, что эта книга не из серии изданий "Как заработать миллион" В ней вы не найдете четкого и легкого пути к богатству на Уолл-стрит или в любой другой сфере. Наверное, уместно привести один эпизод из финансовой истории, особенно если из него можно извлечь не один полезный урок. В переломном 1929 году Джон Д. Раскоб, одна из наиболее значимых личностей как в стране, так и на Уолл-стрит, превозносил выгодные стороны капитализма в статье "Каждый должен быть богатым", опубликованной в *Ladies' Home Journal*<sup>[1]</sup>. Его главная мысль состояла в

том, что, откладывая лишь 15 долл. в месяц и инвестируя их в качественные обыкновенные акции и реинвестируя дивиденды, можно заработать 80 тыс. долл. за 20 лет, а общий размер инвестиций при этом составит 3600 долл. Если бы финансовый магнат *General Motors* был прав, это был бы действительно очень простой путь к богатству. Насколько же он был прав? По нашим грубым подсчетам, основанным на инвестировании в 30 акций, составляющих фондовый индекс Доу-Джонса (DIA), предсказание Раскоба за 1929-1948 годы не оправдалось, и капитал инвестора в начале 1949 года составил бы около 8500 долл. Это очень далеко от обещанных 80 тыс. долл., а потому понятно, насколько мало можно доверять столь оптимистичным прогнозам и заверениям. Но, вместе с тем, следует заметить, что полученная в итоге 20-летних операций с акциями ежегодная доходность, рассчитанная по методу сложных процентов, превышала бы 8%. И это несмотря на тот факт, что в то время, когда инвестор приступил бы к проведению операций, уровень индекса DIA составлял 300, а к моменту их окончания в 1948 году — 177. Эти данные можно рассматривать как убедительный аргумент в пользу использования инвестором особого метода приобретения акций, суть которого заключается в регулярной ежемесячной покупке на определенную сумму качественных акций. При этом, операции проводятся при любом состоянии фондового рынка.

Поскольку наша книга, как мы уже упоминали, не адресована спекулянтам, она не предназначена и для тех, кто торгует на фондовом рынке. Большинство этих людей руководствуются графиками или другими, чаще всего механическими, способами определения правильного момента для купли-продажи ценных бумаг. Единственный принцип, который характерен практически для всех так называемых "технических подходов", состоит в том, что нужно покупать, *потому что* цена акции или фондовый рынок в целом растет, или продавать, *потому что* цены падают. Этот принцип прямо противоположен нормальному пониманию любого иного бизнеса, и вряд ли следование ему может привести к длительному успеху на Уолл-стрит. Проанализировав наш собственный опыт на фондовом рынке и исследования, проводимые в течение 50 лет, мы не нашли ни одного человека, который бы постоянно (или хотя бы сколько-нибудь длительно) зарабатывал прибыль, "колеблясь вместе с линией" рынка. Заявляем без всяких колебаний, что этот подход ошибочен в такой же степени, как и популярен. Позже мы проиллюстрируем только что сказанное (хотя, конечно, не стоит рассматривать наши взгляды в качестве неопровержимого доказательства) в рамках короткой дискуссии по поводу

использования известной теории Доу для торговли на фондовом рынке<sup>[2]</sup>.

С момента первого выхода в свет в 1949 году обновленные издания книги *Разумный инвестор* появлялись примерно раз в пять лет. В нынешней обновленной версии мы рассматриваем ряд изменений на рынке, которые произошли со времени последнего издания, выпущенного в 1965 году. Среди этих изменений можно назвать следующие.

1. Беспрецедентный рост процентных ставок по облигациям наиболее высокого уровня.

2. Падение примерно на 35% курсов акций ведущих компаний, которое завершилось в мае 1970 года. Это был самый большой в процентном измерении спад за 30 лет. (Огромное количество акций более низкого качества упали в цене еще больше.)

3. Постоянная, даже несмотря на спад деловой активности в целом в 1970 году, инфляция как на промышленном, так и на потребительском рынке.

4. Быстрое развитие компаний-конгломератов, франшизных операций и других подобных нововведений в сфере бизнеса и финансов. (В их число входит также ряд хитрых схем с использованием акций, не зарегистрированных на бирже; быстрый рост количества варрантов; использование названий компаний, вводящих в заблуждение инвесторов; использование зарубежных банков и пр.)<sup>[3]</sup>.

5. Банкротство наиболее крупной железнодорожной компании, чрезмерная кратко- и долгосрочная задолженность многих ранее стабильных компаний и даже возникновение проблем с платежеспособностью некоторых брокерских домов на Уолл-стрит<sup>[4]</sup>.

6. Приход моды на "результативность" работы, охватившей управляющие инвестиционные фонды, включая некоторые доверительные инвестиционные фонды, управляемые банками. Результаты этого модного увлечения вызывают тревогу.

Эти факты мы рассмотрим подробно, а по поводу некоторых из них придется обновить выводы и сместить акценты, представленные в предыдущем издании. Основополагающие принципы разумного инвестирования не должны изменяться из поколения в поколение, но эти принципы зависят от происходящих изменений финансовых механизмов и инвестиционного климата.

Последнее утверждение проверялось во время подготовки настоящего издания, первый вариант которого был завершен в январе 1971 года. В это время значение фондового индекса Доу-Джонса выросло с низкого уровня,

632, в 1970 году до высокого уровня, 951, в 1971 году. Одновременно рос и общий оптимизм рынка. Когда в ноябре 1971 года была завершена работа над последним вариантом книги, фондовый рынок находился в ожидании нового спада, который привел к снижению фондового индекса до 797. Одновременно росло и беспокойство участников рынка относительно будущего. Мы не позволили этим колебаниям повлиять на наши взгляды на разумную инвестиционную политику, которые в основном оставались неизменными со времени первого издания этой книги в 1949 году.

Сжатие фондового рынка в 1969-1970 годах должно было развеять иллюзию, сложившуюся за последние два десятилетия. Она состояла в том, что обыкновенные акции ведущих компаний можно было покупать в любое время и по любой цене, с гарантией не только максимальной прибыли, но и того, что любые промежуточные потери скоро будут компенсированы очередным ростом фондового рынка до новых высоких уровней. Это было слишком хорошо, чтобы быть правдой. Фондовый рынок вновь "вернулся в нормальное состояние" в том смысле, что и спекулянтам, и инвесторам следовало быть готовыми к существенным и, возможно, продолжительным как падениям, так и взлетам стоимости их инвестиционных портфелей.

Для акций многих компаний второго и третьего эшелонов, особенно — недавно вышедших на фондовый рынок, потери в результате последнего его падения были катастрофическими. Ничего нового не произошло — нечто подобное имело место в 1961-1962 годах, но новый элемент состоял в том, что в портфелях некоторых инвестиционных фондов было много высокоспекулятивных и явно переоцененных акций подобного типа. Очевидно, что среди управляющих этими фондами были не только новички, которых надо предупреждать о том, что большой энтузиазм может быть необходим для больших свершений где-нибудь в другом месте, но на Уолл-стрит он практически всегда приводит к катастрофе.

Основная проблема, которую нам необходимо было решить, состояла в огромном росте процентных ставок по первоклассным облигациям. С конца 1967 года доход инвестора по ним более чем в два раза превышал дивиденды обыкновенных акций. В начале 1972 года доходность составляла 7,19% по облигациям самого высокого уровня по сравнению только с 2,76% доходности акций промышленных компаний. (Можно сравнить с соответственно 4,40% и 2,92% на конец 1964 года) Трудно представить, что когда в 1949 году впервые вышла эта книга, цифры были практически противоположными: доходность по облигациям составляла только 2,66%, а акции приносили 6,82% доходности. В предыдущих изданиях мы настоятельно рекомендовали, чтобы как минимум 25%

инвестиционного портфеля консервативного инвестора составляли обыкновенные акции, а в целом мы советовали делить капитал в пропорции "50 на 50" между этими двумя видами ценных бумаг. Сейчас следует рассмотреть, может ли больший, по сравнению с акциями, уровень доходности облигаций рассматриваться в качестве аргумента для формирования инвестиционного портфеля целиком из облигаций? По крайней мере, до того времени, пока не вернутся более разумные взаимосвязи между показателями доходности (а мы предполагаем, что так и будет). Конечно же, вопрос о постоянной инфляции будет очень важен при принятии решения по данному поводу. Этот материал будет освещен в отдельной главе<sup>[5]</sup>.

В прошлом мы рассматривали основные различия между двумя видами инвесторов, которым была адресована эта книга, — пассивным и активным. Пассивный (*defensive, passive*) инвестор в основном стремится избежать серьезных ошибок или потерь. Вторая его цель заключается в том, чтобы быть свободным от необходимости часто принимать решения. Определяющая черта активного (*active, enterprising, aggressive*) инвестора — желание посвящать свое время и усилия выбору более привлекательных ценных бумаг. На протяжении многих десятилетий активный инвестор такого рода мог ожидать достойного вознаграждения за свои дополнительные навыки и усилия в виде более высокой средней доходности, чем у пассивного инвестора. У нас есть некоторые сомнения, действительно ли активному инвестору обещана существенная дополнительная компенсация в сегодняшних условиях. Но следующий год или будущее может быть другим. Мы, естественно, продолжим уделять внимание возможностям активного инвестирования, которые существовали в более ранние периоды и могут вернуться.

На протяжении длительного времени превалировала точка зрения, что искусство успешного инвестирования зависит в первую очередь от выбора тех сфер экономики, которые вероятнее всего будут развиваться в будущем, а затем — от определения наиболее обещающих компаний в рамках этих сфер. Например, смысленные инвесторы — или их смысленные консультанты — давно определили возможности роста компьютерной индустрии в целом и акций *International Business Machines* в частности, а также прочие растущие отрасли и растущие компании. Но все это не так просто, как кажется в ретроспективе. Чтобы сразу же понять эту позицию, рассмотрим пример, который был впервые включен в издание 1949 года.

"Таким инвестором, к примеру, может быть покупатель акций авиатранспортных компаний, поскольку он верит в то, что будущее этих

акций даже более привлекательно, чем демонстрирует тренд их курса. Для этого класса инвесторов ценность нашей книги состоит больше в предостережениях о подвохах, которые таятся в этом благоприятном подходе к инвестированию, чем в какой-то позитивной технике, которая поможет в его покупке»<sup>[6]</sup>.

Ловушки в отрасли, которую мы упомянули, действительно оказались опасными. Конечно же, легко можно было предвидеть, что объем авиаперевозок со временем значительно увеличится. Поэтому акции таких компаний стали благоприятным выбором для инвестиционных фондов. Но, несмотря на увеличение выручки — даже при более высоких темпах, чем в компьютерной индустрии, — технологические проблемы и чрезмерное расширение объема привели к колеблющимся и даже отрицательным показателям прибыльности. В 1970 году, несмотря на высокие показатели авиаперевозок, акционеры авиакомпаний были обречены на убыток в размере 200 млн. долл. (Авиакомпании терпели убытки также в 1945 и 1961 годах.) Курсы акций этих компаний снизились больше, чем упал фондовый рынок в целом в 1969-1970 годах. Время показало, что даже высококлассные и высокооплачиваемые эксперты во взаимных инвестиционных фондах ошибались относительно краткосрочного будущего этой отрасли.

С другой стороны, поскольку инвестиционные фонды, которые вложили значительные средства в дорогостоящие акции *IBM*, не могут с *уверенностью* предсказать темпы роста прибыли компании, они предпочитают держать не больше 3% своих активов в акциях этой замечательно результативной компании. Поэтому влияние такого выбора на общие результаты было, несомненно, решающим. Более того, многие (если не большинство) инвестиции в компании компьютерной индустрии, отличные от *IBM*, были неприбыльными. Эти примеры позволяют сформулировать два совета для наших читателей.

1. Четкие перспективы роста бизнеса компании нельзя рассматривать как явные прибыли для инвесторов.

2. Эксперты не обладают надежными способами выбора для приобретения акций наиболее обещающих компаний в наиболее обещающих отраслях.

Автор не придерживался этого подхода, будучи управляющим инвестиционного фонда, а потому не может предложить ни особый совет, ни поддержку тем, кто попытается его реализовать.

О чем же мы тогда собираемся говорить на страницах этой книги? Главная наша цель — рассказать читателю о возможных значительных

ошибках, которые он может совершить в ходе занятия инвестированием, и разработать инвестиционную политику, с которой ему будет удобно работать. Мы будем достаточно много говорить о психологии инвесторов, поскольку самая главная проблема инвестора, если не сказать его главный враг, — это он сам. ("Вина, дорогой инвестор, не в наших звездах — и не в наших акциях — а в нас самих...") Это оказалось более чем правдой в последние десятилетия, когда у консервативных инвесторов возникла необходимость приобретать обыкновенные акции и таким образом волеиневолей подвергать себя волнениям и соблазнам рынка акций. С помощью аргументов, примеров и убеждения мы надеемся помочь нашим читателям развить соответствующую разумную и эмоциональную позицию в отношении инвестиционных решений. Мы видели, что намного больше денег зарабатывают и сохраняют "обычные люди", по типу своего темперамента хорошо устроенные для процесса инвестирования, а не те, кому не доставало этого качества, даже несмотря на то, что они обладали хорошим знанием финансов, учета и другими профессиональными навыками.

Кроме того, мы надеемся привить нашему читателю склонность к проведению расчетов. О 99 акциях из 100 можно сказать, что при определенной цене они довольно дешевы для покупки, а при другой цене будут настолько дорогими, что их следует продавать. Инвестору необходима привычка сопоставлять цену того, что ему предлагают, со стоимостью того, что он на самом деле получает. В статье, опубликованной много лет назад в одном из журналов, мы советовали читателям покупать акции, как они покупают овощи, а не так, как они покупают духи. Действительно устрашающие потери за последние два года (и во многих подобных случаях раньше) произошли в связи с теми акциями, при покупке которых покупатель забыл задать вопрос: "Сколько это стоит?"

В июне 1970 года на вопрос "Сколько это стоит?" можно было ответить магической цифрой — 9,40% — размером доходности новых выпусков высококачественных облигаций коммунальных компаний. Этот процент сейчас снизился до 7,3%, но мы по-прежнему задаем себе тот же вопрос. В действительности существуют другие возможные варианты ответов, и их нужно тщательно рассмотреть. Мы все же повторяем, что и мы, и наши читатели должны заранее быть готовы к возможным ситуациям, скажем, таким, которые имели место в 1973-1977 годах.

Мы также познакомим читателей с детальной программой инвестирования в обыкновенные акции, одна часть которой относится к обоим классам инвесторов, а вторая рассчитана, главным образом, на

активных инвесторов. Хотя это и выглядит довольно странно, но одно из главных требований, которое Должны соблюдать наши читатели, заключается в том, что им следует ограничить свою деятельность акциями, которые продаются по цене, незначительно превышающей стоимость реальных активов компании<sup>[7]</sup>. Причина для такого несовременного совета носит как практический, так и психологический характер. Опыт научил нас, что, покупая акции компаний с хорошими показателями роста прибыли, цена которых в несколько раз превышает стоимость чистых активов, инвестор попадает в большую зависимость от превратностей и колебаний фондового рынка. И наоборот, инвестор, покупающий акции, скажем, коммунальных компаний по стоимости чистых активов, может всегда считать себя совладельцем стабильного и расширяющегося бизнеса, часть которого он приобрел по разумной цене, — независимо от того, что может сказать в ответ фондовый рынок. Конечный результат такой консервативной политики приносит более высокую прибыль, чем увлекательная охота за акциями блестящих компаний, манящих инвестора предвкушением больших темпов роста.

У искусства инвестирования есть одна характерная черта, которой не всегда уделяется должное внимание. Надежный (не спекулятивный) результат может быть достигнут инвестором-непрофессионалом при минимуме усилий и способностей. Однако совершенствование этих легко приобретаемых навыков требует частого использования и немного мудрости. Инвестору не следует с помощью дополнительных знаний стараться превзойти рынок. Иначе, вместо того, чтобы получать результаты чуть лучше средних, вы можете обнаружить, что сделали только хуже.

Поскольку любой инвестор, просто покупая и владея акциями из списка, представляющего фондовый рынок может получить доходность, равную средней доходности рынка, может показаться довольно простым делом "побить рынок". На самом же деле процент умных людей, которые пытаются это сделать и терпят поражение, огромен. Даже большинству инвестиционных фондов с их опытными сотрудниками не удается продемонстрировать на протяжении многих лет такую же доходность, которую демонстрирует фондовый рынок в целом. С вышесказанным тесно связана и достоверность прогнозов, сделанных брокерскими конторами. Анализ показывает, что их прогнозы были менее надежными, чем простое подбрасывание монеты.

При написании книги мы старались избежать этой основной ловушки в деле инвестирования. Мы сделали акцент на преимуществах простой портфельной политики, заключающейся в формировании портфеля за счет



облигаций высокого инвестиционного класса и диверсифицированного списка обыкновенных акций ведущих компаний. Такую политику каждый инвестор может проводить в жизнь с минимальной экспертной помощью. "Охота" за ценными бумагами за пределами этой безопасной и стабильной территории сопряжена с необходимостью решения тяжелых задач. Особенно это касается обуздания темперамента инвестора. Перед тем как начать формировать портфель, инвестор — искатель приключений должен быть уверен в себе и своих консультантах. В первую очередь он должен выяснить, понимают ли они достаточно четко различия между инвестированием и спекуляцией, а также между рыночной ценой и истинной стоимостью активов.

Разумный подход к инвестированию, основанный на использовании маржи безопасности, может приносить хорошую доходность. Однако попытка заработать прибыль, занимаясь активной работой на фондовом рынке, вместо того, чтобы довольствоваться гарантированной прибылью в результате пассивного инвестирования, требует тщательного самоанализа.

И наконец, небольшой взгляд в прошлое. Когда автор этой книги юношей пришел на Уолл-стрит в июне 1914 года, никто не имел ни малейшего понятия о том, что приготовили для нас следующие 50 лет. (Фондовый рынок даже не подозревал о том, что через два месяца начнется Первая мировая война и закроется Нью-йоркская фондовая биржа.) Сейчас, в 1972 году, мы считаем себя самой богатой и наиболее влиятельной страной в мире, но нас окружают различные проблемы, и мы чувствуем себя больше напуганными, чем уверенными в будущем. Но все же, если мы ограничимся рассмотрением только американского опыта в области инвестирования за последние 57 лет, то можем немного успокоиться. Несмотря на все невиданные ранее превратности и потери, нерушимым остался тезис, согласно которому здравые принципы инвестирования обеспечивают в целом стабильные результаты. Мы должны действовать исходя из того, что этот принцип сохранит свою силу и в дальнейшем.

**Примечание.** В этой книге не рассматривается общая финансовая политика осуществления сбережений и инвестиций. Ее положения касаются только части денежных средств, которые люди готовы вложить в такие рыночные ценные бумаги, как облигации и акции. Соответственно мы не обсуждали такие важные категории, как сберегательные и срочные банковские депозиты, счета ссудосберегательных ассоциаций, полисы страхования жизни, аннуитеты и закладные листы на недвижимость. Читатель должен помнить, что если он найдет слово "сейчас" или его эквивалент в тексте, оно относится к концу 1971 или же к началу 1972 года.

# 1. Инвестиции или спекуляции: на что следует ориентироваться разумному инвестору

В этой главе в общих чертах рассматриваются основные вопросы, которые более подробно будут раскрыты в дальнейшем. Глава 1 посвящена, в частности, анализу портфельной политики, подходящей для индивидуальных, непрофессиональных инвесторов.

## *Инвестиции и спекуляции на фондовом рынке*

Что же мы имеем в виду, называя кого-либо "инвестором"? На страницах данной книги этот термин будет использоваться как антоним понятию "спекулянт". Еще в 1934 году в учебнике "Анализ фондового рынка" (*Security Analysis*) <sup>[8]</sup> нами была предпринята попытка определить различие между этими понятиями следующим образом: "Инвестиционная деятельность означает, что инвестор на основании серьезного анализа предполагает как возмещение вложенного капитала, так и получение соответствующего дохода. Операции, которые не отвечают этим требованиям, являются спекулятивными".

Этому подходу мы неукоснительно следовали все последующие 38 лет. Однако за этот период в употреблении термина "инвестор" произошли радикальные изменения. После падения фондового рынка в 1929-1932 годах ко **всем** обыкновенным акциям стали относиться как к *спекулятивным* по своей природе финансовым инструментам. (Показательно, что ведущие финансовые аналитики решительно заявляли, что для инвестирования подходят только облигации <sup>[9]</sup>.) Поэтому нам пришлось защищать наш подход от обвинений в том, что он размывает понятие "инвестиции".

Сегодня же можно говорить о другой крайности. Нужно предостеречь читателей от применения термина "инвестор" ко всем вместе и к каждому участнику фондового рынка в отдельности. Показателен следующий

пример из *Security Analysis*, ведущего финансового журнала (заголовок статьи с титульной страницы за июнь 1962 года): "МЕДВЕЖЬЕ" НАСТРОЕНИЕ МЕЛКИХ ИНВЕСТОРОВ. "КОРОТКИЕ" ПРОДАЖИ НЕСТАНДАРТНЫХ ПАКЕТОВ АКЦИЙ.

В октябре 1970 года в том же журнале в колонке главного редактора были подвергнуты критике т.н. "безответственные инвесторы" (*reckless investors*), под которыми понимались те участники фондового рынка, которые в это время стали приобретать акции в надежде на рост их курса.

Эти цитаты удачно демонстрируют путаницу, которая на протяжении многих лет наблюдалась при использовании терминов *инвестиции* и *спекуляции*. Рассмотрим предложенное нами определение инвестиций с учетом приведенных примеров.

В первом речь идет о "коротких" продажах нескольких акций обычным, неискушенным человеком. Заметим, что, во-первых, ему не принадлежат акции, которые он продает, и, во-вторых, он убежден в том, что к моменту совершения сделки сможет купить их по существенно более низкой цене, чем в настоящее время. (Следует отметить, что в 1962 году, когда появилась упомянутая статья, рынок уже пережил значительный спад и даже был готов к подъему. Это самый худший момент для заключения сделок по "коротким" продажам.)

Во втором примере термин "безответственные инвесторы" можно было бы рассматривать как забавное противоречие — наподобие словосочетания *расточительные скопидомы*", — если бы неправильное использование лексики не было столь вредным. В журнале в обоих случаях использовался термин *инвестор*", поскольку на разговорном языке Уолл-стрит каждый, кто осуществляет операции по приобретению или продаже ценных бумаг, является инвестором, независимо от того, *что* он покупает, с какой целью или по какой цене. Сравним такую трактовку с отношением общественного мнения к обыкновенным акциям в 1948 г, когда свыше 90% опрошенных были противниками их покупки <sup>[10]</sup>. Почти половина назвали причиной отказа "небезопасность или рискованность", и вторая половина в качестве причины указали, что "недостаточно информированы"<sup>[11]</sup>. Конечно же, забавно (но не удивительно), что приобретение всех видов простых акций, в общем-то, рассматривалось как высокоспекулятивное, или рискованное, в то время когда они продавались на наиболее привлекательных условиях и накануне самого высокого в истории роста их курса. С другой стороны, именно то обстоятельство, что курс акций вырос до уровня, который *затем*, после падения их курса, стал считаться

опасным, трансформировало процесс вложения в акции в "инвестиции", а всех, кто приобретал акции, в "инвесторов". Всегда было полезно делать различие между понятиями *инвестиция* и *спекуляция* по отношению к обыкновенным акциям, и его исчезновение вызывает беспокойство. Мы часто говорили о том, что финансовым институтам стоило бы восстановить это ограничение и акцентировать на нем внимание индивидуальных мелких инвесторов, иначе в один прекрасный день против фондовых бирж могут быть выдвинуты обвинения в огромных спекулятивных потерях, о которых те, кто пострадал от них, не были вовремя предупреждены.

Мы надеемся, что наш читатель получит достаточно четкое представление о рисках, возникающих при проведении операций с обыкновенными акциями. Следует понимать, что риски понести убытки неотделимы от возможности получить прибыль в ходе операций с акциями на фондовом рынке. А потому разумный инвестор обязан учитывать оба этих момента.

Все сказанное свидетельствует о том, что советы, касающиеся вложения его средств в обыкновенные акции, не должны ориентировать его на то, что он может дожидаться такого момента, когда появится возможность купить акции, не подвергая себя риску понести убытки из-за падения их рыночного курса (котировок) или же эти убытки будут незначительными. В большинстве случаев инвестор должен понимать, что в его операциях с обыкновенными акциями присутствует *спекулятивный компонент*, а потому ему необходимо свести его к минимуму. При этом он должен быть готов к тому, что его инвестиции могут оказаться эффективными как в кратко-, так и в долгосрочной перспективе.

Несколько абзацев книги мы посвятим анализу собственно *спекулятивных сделок* с акциями, которые не следует путать со *спекулятивным компонентом*, присущим инвестициям в большинство акций, обращающихся сегодня на рынке. Скажем сразу, что сама по себе спекуляция на фондовом рынке не является ни незаконной, ни аморальной. К тому же для большинства людей она и неприбыльна. Более того, иногда спекуляция необходима и неизбежна, поскольку многие операции с простыми акциями предоставляют возможности и получить прибыль, и проиграть, поэтому внутренний риск должен приниматься во внимание каждым, кто проводит такие операции<sup>[12]</sup>. Существуют как разумная спекуляция, так и разумное инвестирование.

Но есть много ситуаций, при которых спекуляция может быть неразумной. Самые главные сводятся к следующему: 1) спекуляция в том случае, когда вы намереваетесь заниматься инвестициями; 2) масштабная

спекуляция, если вы ощущаете нехватку соответствующих знаний и навыков для этого и 3) использование для рискованных спекулятивных операций денежных средств в большем объеме, чем вы можете себе позволить потерять в результате спекуляции.

На наш, консервативный, взгляд, каждый непрофессионал, который занимается маржинальными операциями<sup>[13]</sup>, должен отдавать себе отчет в том, что он занимается спекуляцией, и обязанность его брокера состоит в том, чтобы подсказать ему это. И каждый, кто приобретает т. н. "горячие" выпуски акций или же проводит аналогичные операции, также спекулирует. Спекуляция всегда пленительна, и вы можете испытывать огромное удовольствие, уходя в игру с головой. Если хотите попытаться счастья на этом поприще, выделите для этого отдельную — чем меньше, тем лучше, — часть своего капитала и разместите ее на обособленном счете. Никогда не пополняйте денежные средства на этом счете по той простой причине, что рынок растет, а значит, растет и ваша прибыль. (В это время как раз стоит подумать об изъятии денежных средств с вашего спекулятивного счета.) Никогда не смешивайте свои спекулятивные и инвестиционные операции ни на одном счете, ни в своих мыслях.

### **Ориентиры для инвестора, занимающего пассивную, "оборонительную" позицию**

Дадим определение инвестора, занимающего пассивную, "оборонительную" позицию, призванную защитить его вложения (*defensive investor*). Это человек, который главным образом интересуется сохранностью вложенных средств и не желает обременять себя их управлением. В целом, какого же курса должен придерживаться инвестор, находящийся "в обороне", и на какую доходность он может рассчитывать в "средних нормальных условиях" — если такие условия действительно существуют? Чтобы ответить на этот вопрос, во-первых, давайте вспомним, что было об этом сказано в предыдущем издании, а затем рассмотрим произошедшие с тех пор важнейшие изменения в факторах, влияющих на ожидаемую доходность инвестора. И во-вторых, определим, что следует делать и чего стоит ожидать в текущих условиях (начало 1972 года).

#### **1. Что мы писали шесть лет назад**

Раньше мы рекомендовали инвестору распределить свои вложения между облигациями, имеющими высокие рейтинги, и обыкновенными акциями лидирующих компаний таким образом, чтобы доля облигаций в этом портфеле колебалась между 25 и 75%. При этом наиболее простым решением было бы равное (50:50) соотношение между этими двумя компонентами, с необходимой корректировкой в том случае, если изменения на фондовом рынке приводят к отклонению в пропорциях, скажем, на 5%. В качестве альтернативных вариантов инвестиционной политики можно выбрать снижение доли обыкновенных акций до 25%, "если инвестор видит, что курс акций опасно высок", и, наоборот, увеличение их доли до 75% в том случае, "если инвестор полагает, что падение цен на акции повышает их привлекательность".

В 1965 году инвестор мог получить доходность в 4,5% по высокорейтинговым облигациям и 3,25% по надежным не облагаемым налогом облигациям. Дивидендная доходность обыкновенных акций ведущих компаний (при значении фондового индекса Доу-Джонса на уровне 892) составляла лишь около 3,2%. Этот и другие факторы призывали к осторожности. Мы исходили из того, что в условиях "нормальных уровней фондового рынка" инвестор сможет выйти на доходность обыкновенных акций в пределах от 3,5 до 4,5%. К этой величине следовало добавить примерно такую же доходность от роста курса самих акций. Таким образом, совокупная доходность за весь годовой период владения акциями (дивидендная доходность, плюс доходность от прироста капитала) составила бы 7,5%. Дальнейшие расчеты показывают, что при равных долях акций и облигаций в портфеле инвестора его доходность до налогообложения составит примерно 6%. Также мы указали, что акции должны иметь существенный уровень защиты от падения покупательной способности вследствие инфляции.

Стоит отметить, что все приведенные расчеты исходили из ожиданий более низких показателей роста фондового рынка, чем можно было допустить на основе фактических данных о его динамике на протяжении 1949-1964 годов. В целом за этот период рост курса акций, котирующихся на бирже, в среднем превышал 10%, что рассматривалось как своего рода гарантия подобных удовлетворительных результатов и в будущем. Однако некоторые инвесторы предполагали, что высокий уровень роста фондового индекса в прошлом свидетельствует о наличии "слишком высокого на данный момент" курса акций, а потому "чудесные результаты, отмечавшиеся начиная с 1949 года, приведут не к очень хорошему, а к

плохим результатам в будущем" [\[14\]](#).

## **2. Что случилось после 1964 года**

Самым главным изменением после 1964 года стал рост процентных ставок первоклассных облигаций до рекордно высокого в их истории уровня. Уровень доходности по надежным корпоративным облигациям сейчас составляет около 7,5% и даже больше по сравнению с 4,5% в 1964 году. В то же время дивидендная доходность акций, входящих в расчет фондового индекса Доу-Джонса, также значительно увеличилась во время спада на рынке в 1969-1970 годах, но, как отмечалось (при значении фондового индекса Доу-Джонса на уровне 900), она составляла менее 3,5% (на конец 1964 года — 3,2%). Изменение уровней процентных ставок привело к самому значительному снижению (на 38%) цены по среднесрочным (скажем, с погашением через 20 лет) облигациям на протяжении этого периода.

Такие изменения достаточно парадоксальны. В 1964 году обсуждалась возможность того, что в долгосрочном периоде курс акций может сильно вырасти, что приведет к падению рынка; но во внимание не принималась возможность того, что то же самое может случиться и со стоимостью высокорейтинговых облигаций (как нам известно, никто об этом не думал). Но нами было высказано предупреждение (в издании 1965 года), что "долгосрочные облигации могут значительно варьироваться в цене в ответ на изменения процентных ставок". В свете того, что фактически произошло, можно предположить, что этому предупреждению и иллюстрировавшему его примеру было уделено недостаточно внимания.

Таким образом, если допустить, что состав портфеля акций инвестора соответствовал набору акций, входящих в расчет фондового индекса Доу-Джонса, то, с учетом его значения 874 в конце 1964 году, он получил бы небольшую прибыль в конце 1971 года. Даже при наиболее низком (631) уровне индекса Доу-Джонса в 1970 году его убытки были бы меньше, чем потери от владения надежными долгосрочными облигациями. С другой стороны, если бы инвестор ограничил свои инвестиции сберегательными облигациями, краткосрочными корпоративными облигациями или сберегательными счетами, то не понес бы убытки от уменьшения рыночной стоимости своих инвестиций на протяжении этого периода и получил бы большую доходность, чем от приобретения надежных акций. Следовательно, выяснилось, что в 1964 году покупка "денежных эквивалентов" (*cash equivalents*) фактически была лучшим вариантом

инвестиций по сравнению с приобретением обыкновенных акций — хотя, в силу необходимости учитывать инфляцию, вложения в акции теоретически должны были иметь преимущество над вложениями в "денежные эквиваленты". Падение рыночной стоимости капитала, инвестированного в надежные облигации, произошло в результате изменений на денежном рынке. Хотя, как правило, эти изменения не сильно сказываются на инвестиционной политике отдельных лиц.

Это — еще один из многочисленных примеров, свидетельствующих о невозможности предугадать значения рыночной стоимости ценных бумаг<sup>[15]</sup>. Почти всегда стоимость облигаций изменяется не столь значительно, как стоимость акций, поэтому инвесторы обычно приобретают надежные облигации с любыми сроками платежа, не особенно беспокоясь об изменении их рыночной стоимости. Несколько исключений из этого правила все же были, и период после 1964 года стал одним из них. Более подробно изменения рыночных цен облигаций будут рассмотрены в следующей главе.

### **3. Ожидания инвестора и его политика в конце 1971-го-начале 1972-го года**

В конце 1971 года инвестор мог выйти на уровень 8%-ной облагаемой налогом доходности по надежным среднесрочным корпоративным облигациям и 5,7%-ной безналоговой доходности по надежным штатным и муниципальным облигациям. В краткосрочном периоде инвестор мог рассчитывать на 6%-ную доходность по правительственным пятилетним облигациям США. В последнем случае покупатель не беспокоился о возможных убытках от снижения рыночной стоимости своих инвестиций, так как был уверен в полном погашении имеющихся у него облигаций; к тому же он обеспечивал себе 6%-ную годовую доходность в конце сравнительно короткого периода владения этими облигациями. Доходность же фондового индекса Доу-Джонса при своей текущей стоимости на уровне 900 в 1971 году составляла только 3,5%.

Теперь давайте предположим, что сегодня, как и в прошлом, главным решением в инвестиционной политике должно быть следующее: как разделить средства между высококачественными облигациями (или "денежными эквивалентами") и акциями ведущих компаний, схожих с теми, которые входят в состав фондового индекса Доу-Джонса. Какого курса должен придерживаться инвестор в нынешних условиях, если у нас нет веской причины ни для прогнозирования значительного роста



фондового рынка, ни для предположений о его значительном падении на определенный период в будущем?

Во-первых, давайте обратим внимание на то, что при отсутствии серьезных неблагоприятных отклонений пассивный инвестор может рассчитывать на сложившийся уровень 3,5%-ной дивидендной доходности по своим акциям и также на *средний* уровень прироста стоимости вложенного в акции капитала в размере около 4%. Как будет показано в дальнейшем, эта оценка в значительной мере основана на объемах ежегодного реинвестирования различными компаниями нераспределенной прибыли. Таким образом, совокупная дивидендная доходность от владения акциями в среднем будет составлять, скажем, 7,5% — немного меньше, чем процент по высокорейтинговым облигациям<sup>[16]</sup>. После уплаты налогов средняя доходность по акциям будет равна приблизительно 5,3%<sup>[17]</sup>, что примерно столько же, сколько можно получить по надежным безналоговым среднесрочным облигациям.

Видно, что если проводить параллели с ситуацией, сложившейся в начале 1964 года, то инвесторы ожидают меньшей доходности от акций по сравнению с облигациями. (Этот вывод исходит из того фундаментального факта, что с 1964 года доходность облигаций выросла больше, чем доходность акций.) Также не следует упускать из виду тот факт, что процентные платежи и выплата основной суммы по надежным долговым обязательствам значительно лучше защищены и потому более надежны, чем дивиденды и рыночная стоимость самих акций. Соответственно следует сделать вывод, что сейчас, в конце 1971 года, инвестиции в облигации кажутся явно более предпочтительными, чем инвестиции в акции. Если мы уверены в том, что этот вывод правильный, нам следует посоветовать такому инвестору вложить *все* свои средства в облигации и не вкладывать деньги в обыкновенные акции до того времени, пока соотношение значений текущей доходности ощутимо не изменится в пользу акций.

Но, конечно же, мы не можем быть абсолютно уверены в том, что владение облигациями принесет инвестору большую доходность, чем владение акциями. Читатель сразу же подумает о факторе инфляции как о потенциальной причине. В следующей главе мы объясняем, что наш значительный опыт работы на американском фондовом рынке в условиях инфляции показывает, что, с учетом сложившегося соотношения уровней доходности облигаций и акций, последние нельзя считать лучшим выбором для инвестора. Но всегда есть учитывающаяся лишь в отдаленной

перспективе возможность роста уровня инфляции, который так или иначе сделает обыкновенные акции более желательными, чем облигации, выплаты по которым фиксированы<sup>[18]</sup>. Можно также допустить (хотя это маловероятно), что американский бизнес станет настолько прибыльным (без учета инфляции), что приведет к росту курса акций на протяжении нескольких будущих лет. И наконец, существует возможность того, что мы станем свидетелями очередного значительного спекулятивного (не опирающегося на реальные успехи в бизнесе корпораций) роста на фондовой бирже. Любой из этих и других нерассмотренных факторов может заставить инвестора пожалеть о 100%-ной концентрации на операциях с облигациями, даже с учетом их наиболее выгодной доходности.

После краткого рассмотрения основных положений попробуем четко сформулировать основополагающий принцип инвестиционной политики: в любое время следует вкладывать часть средств в операции с облигациями и часть — в акции. Также справедливо, что можно выбирать между соотношением 50:50 (по этим компонентам) и, по желанию, любым другим соотношением, которое варьируется от минимального значения 25% до максимального 75%. Более детально эти альтернативные подходы будут рассмотрены в следующей главе. Поскольку в данный момент совокупная доходность по обыкновенным акциям отвечает уровню доходности по облигациям, на ожидаемое инвестором значение доходности (включая и доходность от роста курса акций) существенно не повлияет то, как он разделит свои деньги между этими двумя компонентами. Как мы уже посчитали, средняя доходность общего инвестиционного портфеля должна составлять около 7,8% до уплаты налогов, или 5,5% после их уплаты. Такое значение доходности существенно выше того, который получал обычный консервативный инвестор на протяжении последнего длительного периода. Ее, конечно, нельзя назвать привлекательной по сравнению с доходностью на уровне 14%, которую приносили обыкновенные акции в течение 20 лет начиная с 1949 года. Однако следует помнить, что с 1949 по 1969 год значение фондового индекса Доу-Джонса выросло более чем в пять раз, тогда как прибыль и дивиденды лишь удвоились. Но такая впечатляющая картина бурного роста фондового рынка в значительной степени объясняется изменением в соотношении сил между инвесторами и спекулянтами, а не успехами корпораций в бизнесе. Такого рода картину роста рынка можно назвать "самораскручивающимися операциями" (*bootstrap operation*).

При рассмотрении портфеля обыкновенных акций пассивного

инвестора речь шла только об акциях 30 ведущих компаний, входящих в расчетную базу фондового индекса Доу-Джонса. Это было сделано для удобства, но во внимание не принималось то, что каждая из них сама по себе приемлема для приобретения. Фактически существует много других организаций, акции которых по своим характеристикам не уступают или даже превосходят акции *из списка фондового индекса Доу-Джонса*. В их число входят компании коммунальной сферы (по которым также рассчитывается среднее значение еще одного индекса Доу-Джонса для коммунальной сферы)<sup>[19]</sup>. Здесь мы хотим подчеркнуть, что итоговая доходность вложений пассивного инвестора не должна сильно колебаться при переходе от одного набора акций к другому. Говоря точнее, ни он сам, ни его финансовые советники не могут предвидеть с уверенностью, какие различия будут иметь место в конечном счете. Вполне оправданно мнение, что мастерство инвестиционной деятельности предполагает поиск акций, доходность которых будет превышать рыночные показатели. По многим причинам следует относиться скептически к возможности такого инвестора получать в целом лучшие результаты, чем те, которые наблюдаются в среднем по фондовому рынку<sup>[20]</sup>. (Такой же скептицизм характерен и для деятельности большинства инвестиционных фондов.)

Давайте рассмотрим эту точку зрения на примере, который, на первый взгляд, может служить подтверждением абсолютно противоположной позиции. С декабря 1960 по декабрь 1970 года значение индекса Доу-Джонса выросло с 616 до 839, или на 36%. Но на протяжении того же периода более представительный фондовый индекс Standard and Poor's 500 увеличился с 58,11 до 92,15, или на 58%. Если исходить из этих значений, то динамика как раз второго индекса показывает, какие именно акции следовало покупать десять лет назад. Но кто мог быть настолько безрассудным, чтобы в 1960 году предсказать, что фондовый индекс, при расчете которого учитывается множество акций самых разнообразных компаний, обеспечит более высокую доходность, чем аристократическая "тридцатка гигантов" фондового индекса Доу-Джонса? Все это доказывает, и мы настаиваем на своих словах, что только единицы инвесторов могут с надежностью предсказывать изменения курса акций, как абсолютные, так и относительные. Повторим еще раз: предостережения не могут быть излишними, инвестор не может надеяться на более высокие результаты, чем средние по фондовому рынку, прибегая к покупке новых выпусков акций или "горячих" акций, обещающих быструю прибыль<sup>[21]</sup>. То же самое справедливо и для долгосрочного периода. Пассивный инвестор должен

выбрать себе в качестве объектов инвестиций акции компаний, демонстрирующих рентабельную работу на протяжении длительного периода времени с устойчивым финансовым состоянием. (Любой стоящий финансовый аналитик может составить такой список.) Агрессивные же инвесторы могут приобретать обыкновенные акции других компаний, но делать это следует исходя из четко сформулированных критериев и на основе предварительного тщательного анализа. В заключение давайте вкратце упомянем три взаимодополняющих принципа, которым должен следовать пассивный инвестор.

*Первый:* приобретать акции инвестиционных фондов, сформировавших хорошо обоснованный портфель акций, в качестве альтернативы созданию своего собственного портфеля акций.

*Второй:* использовать услуги трастов или банков, в доверительном управлении которых, согласно законам многих стран, могут находиться обыкновенные акции. Если инвестор имеет значительные объемы денежных средств, то ему стоит воспользоваться услугами одной из известных фирм, предоставляющих консультации по инвестированию.

*Третий:* инвестор может воспользоваться методом средних инвестиционных расходов, согласно которому он будет регулярно (ежемесячно или ежеквартально) расходовать на покупку акций одну и ту же сумму. В силу такого подхода он покупает больше акций, когда рынок падает, и меньше, когда он растет. В итоге он, вероятнее всего, выйдет на приемлемый уровень своих затрат. Честно говоря, этот метод представляет собой кальку с более широкого подхода, который называется "формулой инвестирования". Об этом методе мы уже упоминали, когда говорили, что инвестор может изменять долю своих вложений в обыкновенные акции (от 25 до 75%), согласовывая свои действия с движением рынка Эти принципы будут рассмотрены в следующих главах<sup>[22]</sup>.

### ***Ориентиры для активного, агрессивного инвестора***

Наряду с инвесторами, придерживающимися пассивной инвестиционной политики, есть и активные, предприимчивые инвесторы, которые хотят получить более высокую, чем у осторожных, доходность по своим вложениям. Но, прежде всего, им следует убедиться в том, что результаты их действий не окажутся хуже. Несложно прийти с энергией,

знаниями и природными способностями на Уолл-стрит и уйти с потерями вместо прибыли, когда эти достоинства, направленные в неправильное русло, оборачиваются недостатками. Поэтому важнее, чтобы агрессивный инвестор начинал с четкого понимания того, какие направления и действия дают разумные шансы на успех, а какие — нет.

В первую очередь давайте рассмотрим несколько способов, с помощью которых инвесторы и спекулянты в целом пытались получить более высокие результаты, чем в среднем по рынку. К ним относятся следующие.

1. *Следование за рынком.* Этот способ обычно означает, что акции покупаются во время роста рынка и продаются, когда он начинает двигаться в противоположную сторону. Для инвестиций желательно отбирать такие акции, которые "ведут себя" лучше, чем фондовый рынок в среднем. Небольшое количество профессионалов часто занимаются "короткими" продажами. Это означает, что они заключают сделки о продаже акций, которыми не владеют, одалживая их у брокеров. Они стремятся получить прибыль за счет того, что к моменту, когда придется вернуть акции брокеру, цена на них упадет, т.е. они сначала продадут акции дорого, а затем купят их дешевле. (Цитируя *Wall Street Journal*, мы уже отмечали, что даже "мелкие инвесторы" — вопреки определению! — иногда испытывает свою удачу на "краткосрочных" продажах.)

2. *Отбор акций для краткосрочного инвестирования.* Этот способ означает покупку акций тех компаний, которые в своих отчетах показывают рост прибыли или пишут о намечающемся ее росте. Во внимание могут приниматься и другие благоприятные обстоятельства.

3. *Отбор акций для долгосрочного инвестирования.* В этом случае инвестор обращает внимание на выдающиеся результаты, продемонстрированные компанией в прошлом, что дает основания для благоприятного прогноза относительно прибыли компании и в будущем. В некоторых случаях инвестор может выбирать компании, пока никак себя не проявившие, но от которых ожидают больших прибылей в будущем. (Такие компании часто относятся к одной из высокотехнологичных сфер, например компьютерная индустрия, фармацевтика, электроника, и часто разрабатывают новые перспективные товары.)

Мы уже высказывали сомнения по поводу шансов инвестора на успех в реализации перечисленных способов достижения рентабельности своих вложений. Если говорить о первом из них, то он сомнителен как с теоретической, так и с практической точек зрения. Торговля ценными бумагами отнюдь не является деятельностью, "которая, опираясь на трезвый анализ, способна обеспечить сохранность инвестированного

капитала и принести удовлетворительную доходность". Более подробно операции по торговле акциями будут рассмотрены в одной из следующих глав<sup>[23]</sup>.

Стремясь выбрать наиболее привлекательные акции (для кратко- или долгосрочного вложения), инвестор сталкивается с преградами двух видов. Первая обусловлена человеческой подверженностью ошибкам, а вторая — природой конкуренции. Он может ошибаться в своей оценке будущего, но даже если окажется прав, то уже текущая рыночная цена акций может полностью отображать его ожидания.

Если мы проанализируем проблему выбора инвестором акций с целью *краткосрочного* вложения своих средств, то увидим, что текущие результаты деятельности интересующей его компании доступны всем участникам фондового рынка. Точно так же и прогноз результатов деятельности той или иной компании учитывается всеми заинтересованными лицами. Таким образом, инвестор, который выбирает акции, исходя в основном из хороших результатов компании-эмитента в текущем году или с учетом прогноза, скорее всего обнаружит, что так же поступают и многие другие инвесторы.

При выборе акций для долгосрочного инвестирования недостатки в основ такие же. Возможность бесповоротной ошибки в расчетах — которая была продемонстрирована нами в предыдущем издании на примере самолетов — безусловно, выше, чем в случае краткосрочного инвестирования. Поскольку финансовые аналитики часто "сбиваются с пути" в таких прогнозах, теоретически инвестор может получить прибыль в основном за счет составления правильных прогнозов в том случае, когда специалисты из брокерских компаний *ошибаются*. Но это только теоретическое предположение. Сколько инвесторов могут похвастаться проницательностью или даром предсказания, которые помогают им побить профессиональных аналитиков в их любимой игре — прогнозировании доходности акций?

Теперь пришло время для следующего логического вывода, который способен вызвать замешательство у читателя: чтобы получить разумный шанс на реальное превышение средней доходности фондового рынка в течение длительного времени, инвестор должен следовать политике, которая будет, во-первых, четкой и обещающей и, во-вторых, непопулярной среди участников фондового рынка.

Доступен ли такой курс для инвестора? В теории, опять же, ответ положительный; также существуют веские причины в пользу того, что ответ будет утвердительным и на практике.

Общеизвестно, что фондовый рынок подвержен значительным спекулятивным колебаниям (в обоих направлениях). При этом практически в любое время такие колебания (нередко это касается и рынка в целом) испытывают отдельные акции. Более того, обыкновенные акции могут недооцениваться из-за недостатка интереса к ним или отсутствия опровержения широко распространенных предубеждений. Можно пойти дальше и предположить, что значительная часть тех людей, которые занимаются торговлей акциями, слабо разбираются в этом деле. В данной книге мы рассматриваем множество примеров (из прошлого опыта) расхождений между ценой и стоимостью акций. Поэтому и кажется, что любой рассудительный человек, умеющий обращаться с калькулятором, способен обеспечить себе благополучную старость, потешаясь при этом над глупостью других людей.

Однако в действительности все не так просто. Приобретение игнорируемых рынком и потому недооцененных акций в надежде на получение прибыли тогда, когда их курс вырастет, требует от инвестора выдержки и опыта. В свою очередь, "короткие" продажи слишком популярных и потому переоцененных акций служат проверкой не только мужества и выносливости, но и размеров чьего-то кошелька<sup>[24]</sup>. Итак, "короткими" продажами можно заниматься вполне прибыльно, но подобным мастерством нелегко овладеть.

Также мы не можем обойти вниманием обширную группу т.н. "особых случаев", которые на протяжении многих лет доказали способность опытных участников фондового рынка получить с минимальным риском хорошую доходность в размере 20% или даже больше годовых. К таким особым случаям относятся:

- арбитражные сделки с различными видами ценных бумаг;
- выплаты при ликвидации компаний;
- защищенные операции по хеджированию определенного вида.

Наиболее типичная ситуация — операции с акциями компаний, которым предстоит слияние или поглощение. В этом случае можно прогнозировать значительный рост курса акций по сравнению с их ценой на дату объявления. Количество таких сделок увеличилось за последние годы, и этот период должен быть высокоприбыльным для знатоков. Но с ростом количества объявлений о слиянии появилось также множество препятствий для этого, что привело к значительным потерям в этих, ранее надежных, операциях. Возможно, на снижение общего уровня доходности также оказала влияние слишком большая конкуренция<sup>[25]</sup>.

Падающая доходность операций с акциями в рамках "особых случаев" служит первой иллюстрацией своего рода саморазрушительного процесса — сродни закону уменьшающихся доходов, — который обнаружил себя за время жизни этой книги. В 1949 году мы представили результаты анализа колебаний фондового рынка за предшествующие 75 лет. На их основании и с использованием значений прибыли и текущего уровня процентных ставок мы вывели специальную формулу для определения момента для приобретения акций, входящих в расчет фондового индекса Доу-Джонса по "основной" и "внутренней" стоимостям, и для продажи по цене выше этого значения. Это было применением знаменитого подхода Ротшильда: "Покупай дешево и продавай дорого". Преимущество разработанного нами подхода к операциям с акциями заключалось в том, что он прямо противоречил прочно укоренившемуся и разрушительному принципу Уолл-стрит: акции следует приобретать, потому что они дорожают, и продавать, потому что они обесцениваются. Увы — после 1949 года эта формула перестала работать.

Второй пример представлен известной "Теорией Доу", объясняющей движения фондового рынка, практическое применение которой показывало чудесные результаты в 1897-1933 годах. Однако после 1934 года ее эффективность вызывает вопросы.

Третий, и последний, пример золотых возможностей, имеющихся у инвестора, мы сейчас не можем полностью раскрыть. Дело в том, что значительная часть наших собственных операций на фондовом рынке связана с приобретением *недооцененных акций*. Их можно легко обнаружить, используя следующий критерий: рыночная цена акции должна быть меньше, чем величина приходящейся на нее доли чистых оборотных активов (рабочего капитала) корпорации, без учета размеров постоянных активов и после вычета всех обязательств. Вполне понятно, что такого рода акции продаются по цене намного ниже стоимости предприятия, рассматриваемого как отдельный бизнес. Ни владельцу, ни кому-либо из акционеров никогда не пришлось бы в голову продавать свое имущество по такой, до смешного низкой, цене.

Как это ни странно, но такие аномалии было совсем нетрудно найти. В 1957 году был опубликован список примерно 200 акций такого типа, доступных на рынке. В итоге, вложения в них (за небольшим исключением) оказались прибыльными, и средняя годовая доходность по сравнению с другими акциями была более высокой. Но они также практически исчезли с фондового рынка в следующем десятилетии, а вместе с ними — и надежная область для проведения успешных операций проницательными



активными инвесторами. Однако понижение курсов акций в 1970 году вновь привело к появлению значительного количества недооцененных акций, продающихся по цене ниже удельного значения приходящегося на них рабочего капитала. Несмотря на рост рынка, к концу года инвестор может найти достаточное их количество для формирования полноценного портфеля.

И сегодня активный инвестор все еще имеет возможности для достижения более высоких результатов, чем демонстрирует в среднем весь фондовый рынок. Среди огромного перечня акций, которыми торгуют на фондовых биржах, инвестор может обнаружить акции, которые он, опираясь на логику и определенные правила, смог бы классифицировать как недооцененные рынком. Подобный подход дает лучшие результаты, чем ориентация на акции, входящие в расчет фондового индекса Доу-Джонса или схожий репрезентативный набор акций. С нашей точки зрения, инвестору имеет смысл заниматься самостоятельным подбором такого рода акций, если он предполагает превысить среднерыночный показатель годичной доходности (до выплаты налогов), к примеру, на 5%. В дальнейшем мы продемонстрируем несколько подходов к выбору акций, которыми может пользоваться активный инвестор.

## 2. Инвестор и инфляция

Тема инфляции и борьбы с ней за последние годы приобрела большую популярность. Падение покупательной способности доллара в прошлом и опасения (а для спекулянтов — надежда) по поводу серьезного экономического спада в будущем сильно повлияли на намерения участников фондового рынка. Понятно, что от роста стоимости жизни в первую очередь пострадают обладатели процентных облигаций: инфляция "съест" как их текущий процентный доход, так и получаемую ими в конце срока погашения облигации ее номинальную стоимость. Для держателей же акций, наоборот, уменьшение покупательной способности доллара в определенной степени компенсируется ростом размера дивидендов и курса акций.

На основе неоспоримых фактов ряд специалистов в области финансов пришли к следующим выводам.

1. Облигации — нежелательный (по своей природе) объект для инвестиций.

2. Обыкновенные акции (по своей природе) — более желательный объект для инвестиций.

Мы даже знаем случаи, когда благотворительным организациям советовали включать в свои инвестиционные портфели исключительно акции и обходиться *совсем без облигаций*<sup>[26]</sup>. Этот совет противоречит более ранним периодам, когда средства, находящиеся в доверительном управлении, согласно закону, должны были вкладываться в высокорейтинговые облигации (и лишь небольшая часть — в привилегированные акции).

Рассудительность наших читателей наверняка позволит им выявить и ошибочность еще одного постулата: *ни при каких условиях* акции, даже самого высокого качества, не могут быть лучше, чем облигации.

Сторонники данного тезиса не принимают во внимание такие факторы, как, например, рост курса акций на рынке или соотношение дивидендной доходности и уровня доходности по облигациям.

В этой главе мы постараемся проанализировать, каким образом инфляционные ожидания инвестора сказываются на его поведении. Участники фондового рынка, рассматривая влияние инфляции на перспективы своей инвестиционной деятельности, во многом опираются на

имеющийся у них опыт. Сформулируем некоторые вопросы, которые следует задать себе каждому инвестору: "Является ли инфляция чем-то новым для нашей страны, по крайней мере, в таких серьезных формах, какие она приняла с 1965 года? Какие уроки можно извлечь из поведения инвесторов в прошлом при схожих с современными уровнях инфляции?"

Рассмотрим табл. 2.1, в которой содержатся данные об изменениях общего уровня цен и соответствующих изменениях прибыли и рыночной стоимости обыкновенных акций. Данные приведены для пятилетних периодов за 55 лет начиная с 1915 года. (Мы использовали данные за 1946 год, поскольку в 1945 году продолжал действовать контроль за ценами, установленный во время Второй мировой войны.)

Прежде всего, необходимо отметить, что в прошлом в США наблюдались периоды высокой инфляции. Особенно это касается 1915-1920 годов, когда стоимость жизни практически удвоилась. Этот уровень можно сравнить с 15%-ной инфляцией в период с 1965 по 1970 год. В этом промежутке отмечены три периода снижения цен и шесть периодов их повышения. На основании этой информации инвестор должен сделать вывод о том, каким, скорее всего, будет уровень инфляции в будущем.

**Таблица 2.1. Цены, прибыль и курс акций (пятилетние периоды, 1915-1970 годы)**

Год	Уровень цен <sup>[27]</sup>		Фондовый индекс SP 500	Процентное изменение относительно предыдущего уровня		
	Оптовые	Розничные		Доходность	Цена	Оптовые цены (%)
1915	38,0	35,4		8,31		
1920	84,5	69,8		7,98	+96,0	96,8
1925	56,6	61,1	1,24	11,15	-33,4	-12,4
1930	47,3	58,2	0,97	21,63	-16,5	-4,7
1935	43,8	47,8	0,79	15,47	-7,4	-18,0
1940	43,0	48,8	1,05	11,02	-0,2	+2,1
1946 <sup>[28]</sup>	66,1	68,0	1,06	17,08	+53,7	+40,0
1950	86,8	83,8	2,84	18,40	+31,5	+23,1

1955	97,2	93,3	3,62	40,49	+6,2	+ 11,4
1960	100,7	103,1	3,27	55,85	+9,2	+ 10,5
1965	102,5	109,9	5,19	88,17	+1,8	+6,6
1970	117,5	134,0	5,36	92,15	+14,6	+21,9

Можем ли мы сказать, каким будет наиболее вероятный уровень инфляции? Четкого ответа нет, так как в рассматриваемой таблице можно обнаружить самые разнообразные варианты ценовой динамики. Можно попробовать сделать прогнозы, изучая данные об инфляции за последние 20 лет. Среднегодовой рост уровня потребительских цен в этот период составляет 2,5%. При этом, если за 1965-1970 годы цены выросли в среднем на 4,5% в год, то в 1970 году — на 5,4%. С учетом, что в настоящее время правительственная политика заключается в борьбе с высокой инфляцией, есть определенные основания верить в то, что в будущем она будет более эффективной, чем в последние годы<sup>[29]</sup>. Исходя из такого анализа реальный прогноз инвестором возможного уровня будущей годовой инфляции составит, допустим, 3%. (Этот уровень сопоставим с ежегодным уровнем инфляции около 2,5% для всего периода с 1915 по 1970 год<sup>[30]</sup>.)

Каковы же последствия такого роста цен для инвестора? Их повышение будет "съедать" около половины доходов, которые сейчас приносят среднесрочные, хорошего инвестиционного качества, свободные от налогообложения облигации (или высокорейтинговые корпоративные облигации после уплаты налога на прибыль). Сокращение доходов будет серьезным, но его значение не стоит преувеличивать. Мы не можем говорить о том, что реальная стоимость состояния (или покупательная способность) инвестора уменьшится. Если он тратит половину своего чистого процентного дохода, то покупательная способность его капитала останется неизменной даже при 3%-ном уровне инфляции.

Но следующими вопросами, конечно же, будут такие: "Может ли инвестор быть уверен в том, что поступает правильно, вкладывая деньги не в высокорейтинговые облигации, а в иные ценные бумаги, если учитывать беспрецедентно высокую доходность облигаций в 1970-1971 годах? Может быть, для него целесообразнее сформировать свой инвестиционный портфель полностью из акций, а не разбивать его на облигации и акции? Не обладают ли обыкновенные акции встроенной защитой против инфляции и не предназначены ли они для того, чтобы наверняка обеспечивать в долгосрочном периоде более высокие доходы, чем облигации? Смогло ли

владение акциями привести за анализируемый 55-летний период к ощутимо лучшему результату, чем владение облигациями?"

Отвечать на эти вопросы достаточно сложно. Обыкновенные акции, действительно, были более выгодным, чем облигации, объектом для инвестиций на протяжении длительного периода времени в прошлом. Рост значения фондового индекса Доу-Джонса с 77 (в среднем) в 1915 году до 753 в 1970 году означает, что его ежегодный рост составил 4%. К нему еще можно добавить 4% среднегодовой дивидендной доходности. (Данные по фондовому индексу Standard Poog's примерно такие же.) Обобщенные значения на уровне 8% в год, конечно, свидетельствуют о более высокой доходности, чем доходность по облигациям на протяжении того же 55-летнего периода. Это вызывает следующий вопрос: "Есть ли веское основание верить в то, что обыкновенные акции будут более прибыльным вариантом вложения средств в будущем, чем они были на протяжении последних пяти с половиной десятилетий?"

Ответ на этот вопрос — категорическое *"нет"*. Обыкновенные акции *могут* принести более высокую доходность в будущем, чем в прошлом, но в этом не может быть полной уверенности. Мы вынуждены иметь дело с двумя разными временными компонентами инвестиционной деятельности. Первый относится к тому, что, скорее всего, может произойти в долгосрочном периоде, скажем, на протяжении следующих 25 лет. Второй — к тому, что может произойти с инвестором (как в финансовом, так и в психологическом аспекте) в кратко- или среднесрочном периоде, скажем, на протяжении пяти или меньше лет. Его точка зрения, его надежды и опасения, его удовлетворенность или досада от принятых решений и в конечном счете его намерения определяются не столько анализом инвестиционных операций за предшествующие десятилетия, сколько его собственным опытом, приобретенным за время работы на фондовом рынке.

Мы можем однозначно утверждать, что не наблюдается тесной связи между темпами инфляции (или дефляции), с одной стороны, и изменением доходности акций и их рыночной стоимости — с другой. Очевидным примером может служить последний рассматриваемый интервал — с 1966 по 1970 год, когда рост стоимости жизни достиг 22% (самый высокий показатель начиная с 1946-1950 годов), однако при этом и доходность акций, и их стоимость в целом снизились по сравнению с 1965 годом. Подобные противоречивые тенденции анализируемых показателей наблюдались и в предыдущих пятилетних периодах.

Разобраться в этой проблеме нам также поможет изучение уровня эффективности использования капитала в американских корпорациях, измеряемого показателем *доходности капитала*. Он, естественно, не остается постоянным, колеблясь в зависимости от уровня деловой активности в стране. Однако при этом не прослеживается тенденция к его росту, как это происходит с оптовыми ценами или стоимостью жизни. Фактически уровень доходности капитала значительно снизился на протяжении последних 20 лет, несмотря на рост инфляции. (В некоторой степени это падение связано с переходом к использованию более либеральных правил амортизации (табл. 2.2).)

Проведенный нами анализ свидетельствует о том, что инвестор не может в настоящий момент рассчитывать на то, что доходность его акций сильно превысит среднегодовой уровень в 10%, наблюдавшийся в течение последних пяти лет для акций, входящих в расчет фондового индекса Доу-Джонса [31]. Для вычисления значения доходности акций использовалось отношение чистой прибыли компании к бухгалтерской стоимости ее акционерного капитала. Поскольку совокупная стоимость акций из списка фондового индекса Доу-Джонса намного превышает их бухгалтерскую оценку (к примеру, рыночная стоимость составляла 900 долл. при бухгалтерской 560 долл. в середине 1971 года), доходность акций с учетом их рыночной стоимости составит только 6,5%. (На практике обычно говорят о "коэффициенте кратности прибыли", т.е. о том, во сколько раз курс акций больше, чем прибыль компании, приходящаяся на одну акцию. Например, стоимость фондового индекса Доу-Джонса на уровне 900 долл. равна фактической прибыли за 12 месяцев (с июля 1970 по июнь 1971 года включительно), умноженной на 18.)

Эти данные четко подтверждают предположения, изложенные в главе 1, где, в частности, говорилось о том, что инвестор может рассчитывать на среднюю дивидендную доходность в размере 3,5% от рыночной стоимости акций, плюс доходность в размере, скажем, 4% от прироста их курса, обусловленного реинвестированием прибыли корпорации. (Обратите внимание на то, что каждый дополнительный доллар прироста акционерного капитала в бухгалтерском исчислении приносит 1,6 долл. прироста рыночной стоимости акций.)

Читатель может оспорить правильность наших расчетов доходности

акций на том основании, что в них не учтено влияние инфляции, ежегодный уровень которой мы ранее спрогнозировали в размере 3%. Оправданием служит отсутствие каких-либо сведений о том, что в прошлом инфляция оказывала какое-либо прямое воздействие на фактические значения прибыли в расчете на одну акцию (коэффициент EPS). Беспристрастные цифры свидетельствуют о том, что за прошедшие 20 лет весь значительный прирост прибыли у компаний, входящих в расчет фондового индекса Доу-Джонса, обуславливался пропорциональным приростом инвестируемого капитала. Фактором же роста последнего была реинвестированная прибыль корпораций. Если бы инфляция выступала единственным благоприятным фактором роста прибыли, то ее влияние повлекло бы за собой увеличение "стоимости" уже существующего капитала. Это, в свою очередь, привело бы к увеличению уровня доходности этого "старого" капитала, в результате чего выросла бы доходность прежнего и нового капитала, взятых вместе. Но фактически ничего подобного не происходило на протяжении последних 20 лет, когда уровень оптовых цен увеличился примерно на 40%. (Прибыли компаний больше зависят от оптовых, чем от потребительских цен.) Единственное, что позволяет инфляции увеличить стоимость обыкновенной акции, — это рост уровня доходности капитальных инвестиций. На основе имеющейся информации можно сделать вывод, что этого не случилось.

Анализ экономических циклов прошлого показывает, что рост бизнеса компаний сопровождался ростом цен, а неудачи — их падением. В целом складывается впечатление, что "незначительная инфляция" благоприятствовала росту прибыли компаний. Эта точка зрения не противоречит данным за 1950-1970 годы, свидетельствующим как о процветании бизнеса, так и об инфляции. Но эти же данные говорят и о том, что инфляция никак не сказалась на способности акционерного капитала приносить прибыль своим владельцам.

Фактически мы видим, что произошло снижение уровня доходности инвестированного капитала. Очевидно, для этого имелись важные причины, которые в целом не допустили роста рентабельности бизнеса американских корпорации. Возможно, наиболее существенными из них были следующие.

1. Рост заработной платы, превышающей рост производительности труда.
2. Привлечение значительных объемов капитала, вследствие чего снизился коэффициент его оборачиваемости (отношение объема продаж к используемому капиталу).

Данные табл. 2.2 свидетельствуют о том, что до настоящего времени корпорации и их акционеры получали выгоды от инфляции. Но на самом деле ее влияние следует расценивать как противоположное. Больше всего в табл. 2.2 поражают цифры о росте корпоративного долга с 1950 по 1969 год. Удивительно, насколько мало внимания уделяют экономисты и финансовые аналитики с Уолл-стрит этому факту. Долги корпорации увеличились примерно в пять раз, а чистая прибыль — чуть больше чем вдвое.

**Таблица 2.2. Задолженность, прибыль и доходность капитала корпораций в 1950-1969 годах**

Год	Чистый корпоративный долг (млрд. долл.)	Корпоративная прибыль		Доходность капитала (%)	
		до уплаты налога на прибыль (млн. долл.)	после уплаты налога (млн. долл.)	данные для корпораций, входящих в Standard Poor's <sup>[32]</sup>	прочие данные <sup>[33]</sup>
1950	140,2	42,6	17,8	18,3	15,0
1955	212,1	48,6	27,0	18,3	12,9
1960	302,8	49,7	26,7	10,4	9,1
1965	453,3	77,8	46,5	10,8	11,8
1969	692,9	91,2	48,5	11,8	11,3

Учитывая высокий рост процентных ставок, имевший место в этот период, становится понятно, что сегодня корпоративная задолженность представляет серьезную проблему для многих компаний. (Обратите внимание на то, что в 1950 году прибыль, после выплаты процентов, но до уплаты налога на прибыль, составляла примерно 30% корпоративного долга, а уже в 1969 году — всего лишь 13,2%. Соотношение за 1970 год должно быть еще меньше.) В результате получается, что существенная часть из 11% прибыли, приносимой акционерным капиталом, обеспечивается с помощью использования большого объема новых займов, процентные выплаты по которым обходятся корпорациям примерно в 4%. Если значение коэффициента задолженности корпораций сохранится на



уровне 1950 года, то уровень доходности их акционерного капитала упадет еще ниже, несмотря на инфляцию.

Фондовый рынок учитывает, что коммунальные предприятия, зажатые между ростом стоимости привлечения капитала и трудностями увеличения рентабельности своего бизнеса, которая регулируется государством, становятся главной жертвой инфляции. Однако весьма примечателен тот факт, что стоимость электроэнергии, газа и телефонных услуг растет намного медленнее, чем общий уровень цен, и это ставит компании в выгодное стратегическое положение в будущем [\[34\]](#). В соответствии с законом, компании обязаны устанавливать такой уровень платы за свои услуги, который обеспечивал бы им адекватный уровень доходности инвестированного капитала. Возможно, это и защитит в будущем доходы акционеров коммунальных компаний, как это было в периоды инфляции в прошлом.

Рассмотренные примеры еще раз заставляют нас вернуться к выводу о том, что у инвестора нет веских оснований надеяться выйти на уровень доходности, превышающий среднее значение для всего фондового рынка, составлявшее в конце 1971 года 8% (для индекса Доу-Джонса). Но даже в случае, если в реальности доходность акций превзойдет ожидания инвестора, мы все равно не сможем утверждать, что ему следовало все свои средства вложить в акции. Единственное, что мы можем точно гарантировать: ни доходность акций, ни рынок в целом не вырастут на 4% (здесь может быть любое число). Перефразируя слова Дж. П. Моргана-ст., скажем так: "Они будут изменяться" [\[35\]](#). Это означает, во-первых, что покупатель обыкновенных акций подвергается реальному риску понести убытки. Акциям компании *General Electric* понадобилось 25 лет (так же как и фондовому индексу Доу-Джонса), чтобы оправиться от потерь, понесенных в результате биржевого краха 1929-1932 годов. Кроме того, если инвестор формирует свой портфель из обыкновенных акций, то у него есть все шансы сбиться с пути в результате либо ободряющего роста, либо огорчающего падения курса акций. Особенно это касается тех случаев, когда в своих действиях он руководствуется инфляционными ожиданиями. Тогда, если курс акций начинает расти, он воспримет рост цен не как опасный сигнал о неизбежном падении рынка и не как возможность получить большую прибыль от продажи своих акций. Скорее всего, он посчитает такую ситуацию доказательством инфляционной гипотезы и продолжит приобретать акции независимо от того, насколько высоко вырос рынок и насколько низкой является дивидендная доходность. Такая

инвестиционная политика приводит к плачевным результатам.

### ***Альтернативные варианты хеджирования инфляционных рисков***

Если люди не доверяют своей валюте, то они, независимо от места жительства, стремятся хранить свои сбережения в золоте. Для американских граждан, начиная с 1935 года, это, к счастью для них, стало противозаконным. На протяжении 35 лет, к началу 1972 года, цена на золото на открытом рынке выросла с 35 до 48 долл. за унцию, т.е. всего лишь на 35%. Но в течение всего этого времени золото не приносило доход своему владельцу. Наоборот, на его плечи ложились все затраты по хранению своего "золотого запаса". Конечно же, более мудрым было бы решение разместить имевшиеся средства на сберегательном счете в банке.

Практически полная неспособность золота служить защитой от потери покупательной способности доллара должна вызвать серьезное сомнение и в возможности обычного инвестора защитить себя от инфляции, вложив свои деньги в ценные вещи<sup>[36]</sup>. Рыночная стоимость со временем увеличилась лишь по нескольким категориям ценных объектов, таким как бриллианты, художественные произведения величайших мастеров, раритетные издания книг, редкие марки и монеты и т.п. Но во многих, можно сказать, практически во всех этих случаях присутствует элемент искусственных, или безосновательных, или даже нереальных котировок стоимости. Почему-то трудно считать выплату 67,5 тыс. долл. за американскую монету, датированную 1804 годом (но даже не отчеканенную в том году), "инвестиционной операцией". Конечно, операции в этой области требуют соответствующего опыта. Лишь немногие читатели посчитают инвестиционные операции в этой области безопасными и несложными.

Долгое время владение недвижимостью рассматривалось в качестве долгосрочной инвестиции, обеспечивавшей хороший инструмент защиты от инфляции. К сожалению, цена недвижимости также подвержена значительным колебаниям; можно допустить серьезную ошибку при выборе местоположения, стоимости и т.д.; есть также уловки и хитрости со стороны торговцев недвижимостью. И наконец, диверсификация не целесообразна для инвестора со скромными средствами, за исключением различных типов совместного инвестирования с другими лицами.

Подобная деятельность тоже не относится к нашей компетенции. Все, что следует сказать инвестору: "До начала операций убедитесь в том, что это ваш вид деятельности".

## *Резюме*

Конечно же, речь снова пойдет о политике, которую мы рекомендовали в предыдущей главе. Из-за неопределенного будущего инвестор не может позволить себе вложить все свои средства в один вид ценных бумаг — ни в облигации, несмотря на беспрецедентно высокую доходность, которая с недавних пор присуща им, ни в акции, несмотря на прогноз дальнейшей инфляции.

Чем сильнее инвестор зависит от своего портфеля и от приносимых им доходов, тем в большей степени он нуждается в защите от непредвиденных факторов, грозящих убытками. Не требует доказательства тезис о том, что консервативный инвестор должен искать способы минимизации своих рисков. Мы убеждены, что риски, связанные с приобретением, скажем, облигаций телефонной компании при их доходности примерно 7,5%, ниже, чем риски, связанные с покупкой акций, формирующих фондовый индекс Доу-Джонса при стоимости 900 (или другого эквивалентного списка акций). Но возможность *значительной* инфляции не исключается в долгосрочном периоде, и инвестор должен застраховаться от нее. Мы не можем быть уверены в том, что акции адекватно застрахуют ваши инвестиции от инфляции, но они смогут обеспечить более высокий уровень защиты, чем облигации.

Вот что было сказано по этому поводу в издании 1965 года и что актуально и сегодня: "Для читателя должно быть очевидным, что не следует проявлять энтузиазм по отношению к обыкновенным акциям при таком уровне рынка (значение индекса Доу-Джонса равно 892). По уже указанным причинам пассивный инвестор не может избежать включения в портфель значительной части обыкновенных акций, даже если мы рассматриваем их как меньшее из двух зол — риски окажутся больше, если портфель будет включать только облигации".

### 3. Столетие фондового рынка: картина начала 1972 года

Составленный из обыкновенных акций портфель инвестора представляет собой лишь небольшой срез поистине необъятного фондового рынка. Необходимо, чтобы инвестор имел достаточно полное представление об основных событиях на фондовом рынке, особенно с точки зрения, во-первых, колебания курсов акций и, во-вторых, соотношения между стоимостью акций, их общей доходностью и дивидендной доходностью.

Обладая такими знаниями, он сможет профессионально судить о тех возможностях и опасностях, которые присутствуют на фондовом рынке в различные периоды его истории. По случайному стечению обстоятельств статистические данные о ценах, прибыли и дивидендах известны лишь за 100 лет — начиная с 1871 года (Данные за первую половину этого периода не настолько полные, как за вторую, однако они служат полезным источником для исследований.)

Анализируя факты, описывающие историческое развитие фондового рынка, мы преследуем две цели. Во-первых, важно определить общий характер роста стоимости акций на протяжении многих циклов прошлого века. Во-вторых, стоит рассмотреть и взаимосвязь между усредненными за десятилетние промежутки времени данными о курсе акций, прибыли и дивидендах. Точно так же мы последовательно проанализируем состояние дел на фондовом рынке, начав с событий столетней давности и закончив 1972 годом.

Многолетняя история фондового рынка представлена в двух таблицах и на одном графике. В табл. 3.1 рассмотрены колебания фондового рынка (его высшие и низшие уровни), отмеченные в рамках 19 "медвежьих" и "бычьих" циклов в течение последних 100 лет. С этой целью мы использовали значения двух фондовых индексов. Особенность первого заключается в том, что сначала (с 1870 года) приводятся значения индекса Комиссии Коулза (Cowles Commission). Затем, когда его расчет был прекращен, в таблице указываются значения хорошо известного фондового индекса Standard and Poor's 500. Второй, еще более известный фондовый индекс,— индекс Доу-Джонса (Dow Jones Industrial Average, DJIA), расчет

которого был начат в 1897 году. Для определения его значений используются курсы акций 30 компаний, среди которых *American Telephone Telegraph* и 29 других крупных промышленных корпораций [\[37\]](#).

**Таблица 3.1. Циклы фондового рынка с 1871 по 1971 год**

Год	Фондовый индекс	Cowles-Standard 500 Composite		Фондовый индекс Доу-Джонса		
	Высшее значение	Низшее значение	Падение (%)	Высшее значение	Низшее значение	Падение (%)
1871		4,64				
1881	6,58					
1885		4,24	28			
1887	5,90					
1893		4,08	31			
1897					38,85	
1899				77,6		
1900					53,50	31
1901	8,50			78,3		
1903		6,26	26		43,20	45
1906	10,03			103,0		
1907		6,25	38		53,00	48
1909	10,30			100,5		
1914		7,35	29		53,20	47
1916-1918	10,21			110,2		
1917		6,80	33		73,40	33
1919	9,51			119,6		
1921		6,45	32		63,90	47
1929	31,92			381,0		
1932		4,40	86		41,20	89
1937	18,68			197,4		
1938		8,50	55		99,00	50
1939	13,23			158,0		
1942		7,47	44		92,90	41

1946	19,25			212,5		
1949		13,55	30		161,20	24
1952	26,60			292,0		
1952-1953		22,70	15		256,00	13
1956	49,70			521,0		
1957		39,00	24		420,00	20
1961	76,70			735,0		
1962		54,80	29		536,00	27
1966-1968	108,40			995,0		
1970		69,30	36		631,00	37
начало 1972	100,00		-	900,0		-



**Рис. 3.1. Фондовый индекс Standard Poor's**

На рис. 3.1, любезно предоставленном агентством *Standard Poor's*, в виде графика изображены колебания его фондового индекса (акции 425 промышленных компаний) с 1900 по 1970 год. (Соответствующий график фондового индекса Доу-Джонса будет выглядеть точно так же.) Его анализ позволяет выявить три различные модели поведения фондового рынка, каждая из которых охватывает примерно треть временного отрезка в 70 лет.

Первый период, длившийся с 1900 по 1924 год, характеризуется сериями примерно одинаковых рыночных циклов продолжительностью от трех до пяти лет. Ежегодный рост на протяжении этого периода составлял в среднем 3%. Затем мы видим т.н. "новую эру", когда на фондовом рынке наблюдался устойчивый рост курсов акций, достигших своей высшей точки в 1929 году. Затем последовал крах рынка, за которым до 1949 года наблюдались неравномерные колебания курсов акций. При сравнении 1949 и 1924 годов можно сделать вывод, что годовой уровень роста цен акций не превышал 1,5%. Поэтому к завершению второго периода участники фондового рынка уже не испытывали особого энтузиазма по отношению к обыкновенным акциям.

Однако "маятник" фондового рынка качнулся в другую сторону, и начался третий период, ознаменовавший собой самый высокий рост курсов акций за всю историю фондового рынка. Эта модель развития фондового рынка представлена в последней, третьей, части графика. Феноменальный рост рынка завершился в декабре 1968 года (118 - для Standard and Poor's 425; 108 - для Standard and Poor's 500). И хотя, как видно из табл. 3.1, с 1949 по 1966 год были отмечены существенные снижения курсов акций (особенно в 1956-1957 и 1961-1962 годах), но восстановление рынка произошло настолько быстро, что эти периоды стали именоваться (с точки зрения долгосрочного анализа) спадами на "бычьем" фондовом рынке, а не отдельными рыночными циклами. Стоимость акций в соответствии с индексом Доу-Джонса на протяжении 17 лет выросла более чем в семь раз. Уровень роста при этом составлял в среднем 11% в год, без учета дивидендной доходности в размере, скажем, 3,5% в год. Значение этого индекса, составлявшее 162 в середине 1949 года, в начале 1966 года достигло самого высокого значения — 995. (Рост индекса Standard and Poor's был немного выше, чем Доу-Джонса, — фактически с 14 до 96%.)

Финансовые аналитики не обошли вниманием столь значительный рост доходности фондового рынка<sup>[38][39]</sup>. Конечно же, на *Уолл-стрит* были очень довольны такими достижениями, следствием которых стало появление нелогичного и опасного убеждения, что в будущем инвестиции в обыкновенные акции принесут столь же прекрасные результаты. Лишь немногие специалисты были озадачены мыслью, что столь бурный рост рынка может свидетельствовать о его "перегреве". И действительно, падение рынка с наивысшего уровня в 1968 году до наинизшего в 1970 составило 36% для Standard and Poor's composite и 37% для индекса Доу-Джонса. Это было самое существенное снижение курсов акций после 1939-1942 годов. Однако драматические события, вообще характерные для Уолл-

стрит, на этом не закончились, и после низшей точки, которую рынок достиг в мае 1970 года, последовал быстрый рост, который привел к установлению в начале 1972 года наивысшего за всю историю значения Standard and Poor's. Годовой уровень роста цен акций с 1949 по 1970 год составлял примерно 9% для фондового индекса Standard and Poor's composite (для средних значений индекса в отмеченные годы). Этот уровень роста был, конечно, намного выше, чем на протяжении любого десятилетнего периода до 1950 года. (Но во время последнего десятилетия уровень роста был намного ниже — 5,25% для фондового индекса Standard and Poor's composite и лишь 3% для фондового индекса Доу-Джонса.)

Чтобы составить общую картину того, что происходило с акционерными компаниями на протяжении столетия, следует данные о колебаниях стоимости их акций на фондовом рынке дополнить соответствующей информацией о прибылях и дивидендах. Информация такого рода представлена в табл. 3.2 и может быть весьма интересной и поучительной.

Какие выводы можно сделать из анализа данных таблицы? Мы видим, что, судя по информации на начало и конец каждого десятилетнего периода, интересующие нас показатели создают общую картину постоянного роста. Только два из девяти десятилетних периодов показывают снижение прибыли и цены акций (на протяжении 1891-1900 и 1931-1940 годов). После 1900 года средний уровень дивидендов не понижался ни в одном из десятилетних периодов. Но уровни роста во всех трех категориях достаточно изменчивы. В целом результативность фондового рынка со времен Второй мировой войны превосходила уровень предыдущих десятилетий, но рост в 1960-х годах был не таким явным, как в 1950-х. Сегодня на основе этих данных инвестор не может определить, какой рост прибыли и дивидендов можно ожидать на протяжении следующего десятилетия. Но материалы таблицы дают основания для проведения последовательной политики инвестирования в обыкновенные акции.

Однако все же следует обратить внимание на те моменты, которые не нашли отражения в табл. 3.2. В 1970 году отмечалось падение прибыли корпораций. Уровень доходности инвестированного капитала упал до самого низкого значения за период после Второй мировой войны. Значительное количество компаний заявили о чистых убытках за этот год; многие испытали финансовые трудности; несколько крупных компаний впервые за три последних десятилетия прошли процедуру банкротства. Все эти и многие другие факты напомнили о высказанном ранее утверждении,



что эра огромного бума окончилась в 1969-1970 годах.

Данные табл. 3.2 также поражают фактами, свидетельствующими об изменении значений коэффициента "цена акции / чистая прибыль" (P/E ratio) после Второй мировой войны<sup>[40]</sup>. В июне 1949 года для фондового индекса Standard and Poor's composite значение P/E составляло только 6,3 (для прибыли за последние 12 месяцев). В марте 1961 года значение P/E было уже 22,9. Одновременно дивидендная доходность для фондового индекса Standard and Poor's упала с 7% в 1949 году до 3% в 1961 году. Сравнение будет более контрастным, если учесть, что процентные ставки по облигациям высокого класса выросли соответственно с 2,6 до 4,5%. Это, безусловно, наиболее значительное изменение отношения общественности к фондовому рынку за всю его историю.

Для инвесторов с большим опытом, привыкших действовать с осторожностью, такие значительные колебания ключевых характеристик фондового рынка убедительно свидетельствовали о больших грядущих проблемах. Перед ними вставали картины из прошлого — бурный рост рынка акций в 1926-1929 годах и последовавший затем биржевой крах. Но эти страхи не получили подтверждения.

Да, действительно, фондовый индекс Доу-Джонса при закрытии в 1970 году был таким же, как и шесть с половиной лет назад. Не оправдались и многочисленные прогнозы в отношении 1960-х годов, как о времени бурного роста фондового рынка. Вместо этого мы увидели чередующиеся периоды его роста и падения. Но ничего подобного тому, что наблюдалось на фондовом рынке в 1929-1932 годах (взлет с последующим крахом), не произошло ни с бизнесом, ни с курсом акций.

**Таблица 3.2. Фондовый рынок в 1871-1970 годах<sup>[41]</sup>**

Период	Средняя цена (долл.)	Средняя прибыль (долл.)	Среднее значение P/E	Средний размер дивидендов (долл.)	Средняя доходность <sup>[42]</sup>	Средняя окупаемо (%)
1871-1880	3,58	0,32	11,3	0,21	6,0	67
1881-1890	5,00	0,32	15,6	0,24	4,7	75
1891-1900	4,65	0,30	15,5	0,19	4,0	64

1901-1910	9,32	0,63	13,1	0,35	4,2	58
1911-1920	8,62	0,86	10,0	0,50	5,8	58
1921-1930	13,89	11,05	13,3	0,71	5,1	68
1931-1940	11,55	0,68	17,0	0,78	5,1	85
1941-1950	13,90	1,46	9,5	0,87	6,3	60
1951-1960	39,20	3,00	13,1	1,63	4,2	54
1961-1970	82,50	4,83	17,1	2,68	3,2	55
1954-1956	38,19	2,56	15,1	1,64	4,3	65
1961-1963	66,10	3,66	18,1	2,14	3,2	58
1968-1970	93,25	5,60	16,7	3,13	3,3	56

### **Фондовый рынок в начале 1972 года**

Давайте попробуем на основе столетнего анализа курсов акций, прибыли и дивидендов сделать некоторые выводы о современных уровнях фондового рынка (900 для индекса Доу-Джонса и 100 для Standard and Poor's composite) в январе 1972 года.

Во всех предыдущих изданиях рассматривался уровень фондового рынка на момент написания книги; при этом мы интересовались тем, насколько он соответствовал консервативным стандартам оценки. Для читателя могут представлять интерес выводы по более ранним периодам. Они приводятся здесь совсем не с целью самокритики. Подобный обзор может рассматриваться как картина реальных трудностей, с которыми может столкнуться каждый, кто попытается неформально и критически

оценить текущее состояние фондового рынка. Давайте сначала воспроизведем результаты исследования фондового рынка в 1948, 1953 и 1959 годах, которые были опубликованы в издании книги 1965 года.

"В 1948 году мы рассматривали значение 180 фондового индекса Доу-Джонса в соответствии с консервативными стандартами оценки. Без особых трудностей был сделан вывод о том, что "фондовый индекс не был слишком высоким, если принимать во внимание истинную стоимость акций". При исследовании этого показателя в 1953 году мы выяснили, что тогда средний уровень индекса достиг значения 275, увеличившись за пять лет на 50%. И опять возникает тот же самый вопрос: "Не был ли, в соответствии с нашей точкой зрения, уровень фондового индекса Доу-Джонса в 275 слишком высоким для осуществления обоснованных инвестиций?" В свете столь захватывающего роста такой вопрос может показаться странным, ведь просто необходимо сделать выводы о привлекательности состояния фондового рынка в 1953 году. Мы высказали следующее мнение: "С точки зрения показателей стоимости акций — нашей главной путеводной звезды в сфере инвестиционной деятельности — оценка курса акций в 1953 году может считаться позитивной". Но были высказаны опасения по поводу того, что до 1953 года среднее значение фондового индекса росло на протяжении более продолжительного периода времени, чем это было свойственно для большинства "бычьих" рынков в прошлом, и в целом был достигнут его наибольший исторический уровень. С учетом этих факторов и наряду с благоприятной оценкой рынка, опирающейся на нашу стоимостную концепцию оценки акций, инвесторам была рекомендована осторожная и компромиссная политика. Как выяснилось, этот совет нельзя было отнести к разряду ценных. Хороший пророк наверняка предсказал бы 100%-ный рост уровня фондового рынка на протяжении последующих пяти лет. Возможно, в качестве оправдания стоит упомянуть, что немногие из тех, кто занимался прогнозированием фондового рынка — а это фактически не было нашим делом, — сделали более точные прогнозы.

В начале 1959 года мы увидели, что фондовый индекс Доу-Джонса вышел на новый абсолютный уровень 584. Итог глубокого изучения ситуации в результате длительного исследования с учетом разных точек зрения можно свести к следующему (см. издание 1959 года): "В итоге хотелось бы отметить, что существующий уровень цен акций опасен. Он может быть рискованным, поскольку цены слишком высоки. Но даже если это состояние фондового рынка не окажется временным, трудно поверить в то, что рынок сможет постоянно пребывать на таком неоправданно

высоком уровне. Откровенно говоря, сложно представить фондовый рынок в будущем без возникновения серьезных убытков, в котором каждому начинающему инвестору будет гарантирована большая прибыль".

Предостережение, высказанное в 1959 году, подтвердилось последующими событиями больше, чем прогнозы, заявленные в 1954 году, но все же полностью не сбылось. Фондовый индекс Доу-Джонса достиг уровня 685 в начале 1961 году; затем в том же году упал до 566 и тогда же снова несколько вырос до 735, а в мае 1962 года в почти панической ситуации упал до 536. Убытки при этом составили 27% на протяжении короткого периода — всего за шесть месяцев. В то же время произошло еще более серьезное падение акций безоговорочного лидера — компании *International Business Machines* — с 607 в декабре 1961 до 300 в июне 1962 года.

В этом периоде мы наблюдаем и полный крах массы новых обыкновенных акций небольших компаний — т.н. "горячих" выпусков, — которые были предложены участникам фондового рынка по необычайно высоким ценам и потом, разогреваемые спекулятивными настроениями, выросли до уровня, граничащего с безрассудностью. Многие из них потеряли 90% котировки и более на протяжении лишь нескольких месяцев.

Кризис первой половины 1962 года привел в замешательство, если не стал губительным, для многих авторитетных спекулянтов и, наверное, куда большего количества неосмотрительных людей, которые называли себя "инвесторами". Но изменение ситуации по истечении этого года было одинаково неожиданным для всего финансового сообщества. Средние значения фондового рынка опять стали повышаться.

### **DJIA Standard and Poor's 500**

Декабрь 1961 года	735	72,64
Июнь 1962 года	536	52,36
Ноябрь 1964 года	892	86,28

Восстановление рынка и новый рост цен обыкновенных акций были действительно впечатляющими и вызвали соответствующий пересмотр мнений на Уолл-стрит. В связи с низким уровнем в июне 1962 года появившиеся прогнозы обещали в основном дальнейшие тенденции к понижению. После частичного восстановления рынка до конца 1962 года прогнозы стали более разнообразными, но в целом оставались скептическими. Однако уже в начале 1964 года природный оптимизм

брокерских фирм победил; практически все прогнозы склонялись к тому, что рынок будет расти, что и подтвердилось в течение 1964 года.

Дальше мы предприняли попытку оценить уровень фондового рынка в ноябре 1964 года (при значении фондового индекса Доу-Джонса на уровне 892). После детального анализа мы пришли к следующим трем важным выводам. Первый: "старые стандарты (оценки стоимости акций) кажутся неприемлемыми, но при этом новые еще не прошли апробацию временем". Второй: инвестор "при разработке своей политики должен учитывать факторы неопределенности. Он может ожидать, с одной стороны, длительного и постоянного роста фондового рынка на 50% (или до уровня 1350 для фондового индекса Доу-Джонса); с другой — внезапное падение рынка такого же масштаба приведет к падению среднего значения фондового индекса до 450" (см. издание 1959 года). Третий: "Если в 1964 году уровень цен не слишком высок, можно ли говорить о том, что *любой* из уровней цен слишком высок?" И глава заканчивалась вопросом:

"Что делать инвестору?" Инвесторы не должны решить, что покупка акций в условиях сложившегося в 1964 году уровня цен опасна просто потому, что они прочли об этом в книге. Они должны взвесить все рассмотренные факторы и сравнить их с противоположным мнением, которое они могут услышать от наиболее компетентных и опытных представителей *Уолл-стрит*. В конце концов, каждый должен принять свое собственное решение и, таким образом, взять ответственность на себя. Авторы же полагают: если у инвестора все же имеются сомнения по поводу курса, которому ему хочется следовать, он должен делать выбор с осторожностью. Рассматриваемые нами принципы инвестиционной деятельности можно использовать для определения политики в условиях 1964 года (перечислены по мере важности).

1. Не одалживать деньги для приобретения или обслуживания ценных бумаг.

2. Не увеличивать ту часть средств, которая вложена в обыкновенные акции.

3. Сократить долю обыкновенных акций, если это необходимо, до минимально допустимого значения 50% всего портфеля. Выплату налогов на прибыль от прироста капитала (продажи акций. — *Примеч. ред.*) провести в оптимальные сроки. Выручку от продажи акций вложить в первоклассные облигации или разместить на депозитном счете в банке.

Инвесторы, которые добросовестно придерживались схемы периодического равномерного вложения своих средств вне зависимости от

движений фондового рынка, могут продолжить свои операции либо же временно приостановить их до тех пор, пока рынок не перестанет быть опасным. С учетом уровня фондового рынка в конце 1964 года мы бы не советовали инвесторам начинать реализацию схемы инвестирования на основании принципа усредненных вложений, поскольку у многих из них не хватило бы запаса прочности придерживаться ее в том случае, если результаты через некоторое время после начала вложений окажутся неблагоприятными".

Теперь можно с уверенностью сказать, что наши опасения подтвердились. Фондовый индекс Доу-Джонса вырос еще на 11%— до 995, однако потом его поведение было неравномерным: он упал до 632 в 1970 году, но к концу того же года поднялся до 839. Аналогичное резкое падение имело место и по отношению к ценам "горячих" выпусков — к примеру, уменьшение цен на 90%, — как это случилось в 1961-1962 годах. И, как уже отмечалось, общее финансовое положение привело к снижению энтузиазма и росту сомнений. В заключение можно отметить следующий факт: фондовый индекс Доу-Джонса при закрытии торгов в 1970 году (впервые с 1944 года) оказался на более низком уровне, чем за шесть лет до этого.

Вот так выглядели наши попытки оценить состояние фондового рынка в предыдущие годы. Какие уроки мы и наши читатели могут извлечь из всего сказанного? Напомним наши оценки еще раз.

Мы признали благоприятным для инвестиционной деятельности уровень фондового рынка, который был в 1948 и 1953 годах, "опасным" в 1959 году (при значении фондового индекса Доу-Джонса на уровне 584) и "слишком высоким" (при значении 892) в 1964 году. И сегодня можно, подобрав соответствующие аргументы, подтвердить правильность этих выводов. Но вызывает сомнение то, могут ли они быть настолько полезными, как наши более прозаичные пожелания, согласно которым инвестор должен придерживаться контролируемой политики относительно обыкновенных акций, с одной стороны, и избегать попыток "победить рынок" — с другой.

Тем не менее мы надеемся, что читатели получат полезную информацию по обновленным результатам фондового рынка— на этот раз в 1971 году, — даже если то, что будет представлено их вниманию, покажется более интересным, чем полезным с практической точки зрения. В "Этике" Аристотеля, говорится: "Для обученного ума свойствен тот уровень ожидания, который природа именно для него предусмотрела. Кажется неразумным принимать просто возможные выводы математиков и

ожидать четкой демонстрации от оратора". Финансовый же аналитик как раз и должен обладать способностями и математика, и оратора.

В отдельные периоды 1971 года значение фондового индекса Доу-Джонса находилось на отметке 892, как это было в ноябре 1964 года (данная ситуация подробно рассматривалась в предыдущем издании). Но в настоящем исследовании мы приняли решение использовать данные, относящиеся к фондовому индексу Standard and Poor's 500, поскольку он является более комплексным и лучше характеризует общий рынок, чем индекс Доу-Джонса, который рассчитывается на основе курсов акций 30 компаний. Мы сконцентрируем внимание на четырех датах, которые были рассмотрены в четырех более ранних изданиях, т.е. конец 1948, 1955,

1958 и 1963 годов, а также 1968 год. Текущее значение цен акций мы примем за 100. Эти сведения приведены в табл. 3.3. Данные по прибыли представлены как за последний год, так и в среднем за три календарных года. Для дивидендов 1971 года использованы значения за последние 12 месяцев, для определения процентов по облигациям и цен в 1971 году — данные за август 1971 года.

**Таблица 3.3. Динамика фондового рынка (рассчитана на основе фондового индекса Standard and Poor's 500)**

Год <sup>[48]</sup>	1948	1953	1958	1963	1968	1971
Цена закрытия (долл.)	15,20	24,81	55,21	75,02	103,9	100'
Прибыль в текущем году (долл.)	2,24	2,51	2,89	4,02	5,76	5,23
Средняя прибыль за последние три года (долл.)	1,65	2,44	2,22	3,63	5,37	5,53
Дивиденды текущего года (долл.)	0,93	1,48	1,75	2,28	2,99	3,10
Проценты по облигациям высокого класса <sup>[49]</sup>	2,77	3,08	4,12	4,36	6,51	7,57
Индекс оптовых цен облигаций	87,9	92,7	100,4	105,0	108,7	114,3
Коэффициенты:						
цена / прибыль прошлого года	6,3	9,9	18,4	18,6	18,0	19,2
цена / средняя прибыль за три года	9,2	10,2	17,6	20,7	19,5	18,1
"среднегодовая доходность" за три года (в) (%)	10,9	9,8	5,8	4,8	5,15	5,53
дивидендная доходность	5,6	5,5	3,3	3,04	2,87	3,11
акционерная доходность /						

<b>облигационная доходность</b>	3,96	3,20	1,41	1,10	0,80	0,72
<b>дивидендная доходность / облигационная доходность</b>	2,1	1,8	0,80	0,70	0,44	0,41
<b>прибыль / балансовая стоимость акции (д) (%)</b>	11,2	11,8	12,8	10,5	11,5	11,5

(в) ""Доходность" — соотношение прибыли на акции к ее текущей цене (%).

(г) Цены в октябре 1971 года, эквивалент значению 900 для фондового индекса Доу-Джонса .

(д) Данные в среднем за три года.

Значение коэффициента Р/Е (для среднегодовой прибыли за три года) в октябре 1971 года было ниже, чем в конце 1963 и 1968 годов. Оно было практически таким же, как в 1958 году, но намного выше, чем в первые годы продолжительного "бычьего" рынка. Этот важный показатель, рассматриваемый сам по себе, нельзя истолковывать так, что уровень фондового рынка был особенно высоким в январе 1972 года. Но если принять во внимание процентную доходность по высококлассным облигациям, то вывод уже не будет столь благоприятным. Используя данные табл. 3.3, читатель сможет понять, что на протяжении всего анализируемого периода наблюдалось уменьшение коэффициента "акционерная доходность / облигационная доходность". И если судить по состоянию на январь 1972 года, то акции выглядели наименее привлекательным объектом для инвестиций, чем в любом из рассмотренных ранее периодов. При сравнении дивидендной и облигационной доходности можно сделать вывод о том, что соотношение между ними кардинально изменилось за анализируемый период. Раньше акционерная доходность в два раза превышала облигационную. Теперь же ситуация изменилась с точностью до наоборот.

Окончательный вывод состоит в том, что кардинальное изменение соотношения между значениями облигационной и акционерной доходности полностью компенсировало высокое значение коэффициента Р/Е (трехлетний средний). Таким образом, вывод из анализа состояния фондового рынка в начале 1972 года будет такой же, как и из сделанного семью годами раньше: уровень фондового рынка нельзя считать



привлекательным с точки зрения консервативной инвестиционной политики. (Эти же выводы применимы и к большинству значений фондового индекса Доу-Джонса в 1971 году, в частности для уровня 800-950.)

Если принять во внимание всю многолетнюю историю американского фондового рынка, то картина 1971 года свидетельствует о необычном улучшении ситуации после снижения котировок в 1969-1970 годах. В прошлом такое поведение кусов акций возвещало о возникновении устойчивого "бычьего" рынка (подобно тому, как это было начиная с 1949 года). Именно этого ждали на Уолл-стрит в течение всего 1971 года. После того ужасного опыта, который приобрели покупатели низкокачественных обыкновенных акций во время цикла 1968-1970 годов, сейчас (в 1971 году) еще слишком рано для очередного раскручивания "фондовой карусели". Поэтому в настоящее время на фондовом рынке мы не можем обнаружить достоверных признаков грядущей опасности, как это было при достижении фондовым индексом Доу-Джонса отметки 892 в ноябре 1964 года (эта ситуация рассматривалась в предыдущем издании). Результаты технического анализа тогда показывали, что рынок должен намного превзойти отметку 900, после чего последует серьезный спад или кризис.

По нашему мнению, участники фондового рынка в начале 1971 года игнорируют возможный неблагоприятный вариант развития событий, до которого, как мы считаем, осталось меньше года. Может ли такая невнимательность остаться безнаказанной? На наш взгляд, инвестор должен подготовить себя к трудностям задолго до их возникновения. Это касается как действий во время спада на рынке, подобно тому, который произошел в 1969-1970 годах, так и действий во время затяжного "бычьего" рынка, который может сопровождаться более высоким катастрофическим спадом [\[50\]](#).

### ***Что делать инвестору***

Давайте вернемся к тому, что было сказано в последнем издании нашей книги и что мы воспроизвели в этой главе. Наш анализ, относящийся к концу 1964 года, вполне подходит и для современной ситуации начала 1972 года.

## 4. Основы портфельной политики: пассивный, или "обороняющийся", инвестор

Основные характеристики инвестиционного портфеля обычно определяются позицией или характеристиками его владельца либо владельцев. С одной стороны, это сберегательные банки, страховые компании и так называемые законные трастовые компании. В прошлом их инвестиции во многих странах ограничивались, согласно законодательству, высококачественными облигациями и в некоторых случаях высококачественными привилегированными акциями. С другой, это преуспевающие и опытные бизнесмены, включающие в свой портфель любые облигации или акции, которые они посчитают выгодным приобретением.

Старый проверенный принцип гласит: тот, кто не желает рисковать, должен довольствоваться относительно низким уровнем доходности вложенных средств. Именно из этого исходит основная идея инвестиционной деятельности: уровень доходности, к которому стремится инвестор, находится в определенной зависимости от степени риска, который он готов нести. Но мы считаем иначе. Уровень доходности, которого хочет достичь инвестор, должен зависеть от величины умственных усилий, которые он хочет и может приложить для выполнения своих задач. Минимальную доходность получает пассивный инвестор, который заинтересован в *безопасности* вложенного капитала и, к тому же, не хочет заниматься требующими усилий и времени операциями на фондовом рынке. Максимальная доходность будет получена внимательным и предприимчивым инвестором, который использует для этого максимум разума и имеющихся у него навыков. Еще в 1965 году был сформулирован такой постулат: "В действительности, во многих случаях реальный риск, связанный с приобретением "выгодных (недооцененных. — *Примеч. ред.*) акций", который предполагает возможность получения большой прибыли, может быть ниже, чем риск, связанный с приобретением обычных облигаций с доходностью около 4,5%". В этом правиле оказалось больше правды, чем мы сами предполагали, поскольку на протяжении следующих лет даже самые лучшие долгосрочные облигации потеряли существенную

долю своей рыночной стоимости в связи с ростом процентных ставок.

### ***Облигации и акции: проблема размещения средств***

Основные положения портфельной политики пассивного инвестора в краткой форме уже были определены нами раньше<sup>[51]</sup>: он должен распределить свои средства между высококачественными облигациями и обыкновенными акциями такого же высокого уровня.

Предложенное нами основополагающее правило гласило, что инвестор ни при каких обстоятельствах не должен вкладывать меньше 25 и больше 75% своих средств в обыкновенные акции и при формировании своего портфеля не может приобрести соответственно больше 75 или меньше 25% облигаций. Такие пропорции исходят из того, что стандартное соотношение между этими двумя основными направлениями инвестирования составляет 50:50. Традиционно основной причиной увеличения доли обыкновенных акций в портфеле инвестора служат "выгодные цены" акций, сформировавшиеся на затянувшемся "бычьем" рынке. Таким образом, разумной процедурой будет снижение части обыкновенных акций до отметки ниже 50%, если инвестор приходит к выводу, что уровень цен на фондовом рынке становится слишком высоким.

Прописные принципы всегда легко провозглашать, но следовать им всегда трудно, поскольку они противоречат природе человека, которая и приводит к запредельным состояниям "бычьего" или "медвежьего" рынков. Трудно допустить, что *средний* акционер будет придерживаться такой разумной политики, в соответствии с которой он продавал бы акции при росте фондового рынка сверх определенного уровня и покупал бы их после падения рынка ниже определенного уровня. Обычный, средний человек действовал и, скорее всего, будет действовать противоположно тому, как это предлагаем делать мы в ходе больших подъемов и спадов на фондовом рынке, которые случались в прошлом и которые, в чем мы убеждены, будут иметь место и в будущем.

Если бы граница между инвестиционными и спекулятивными операциями сегодня была такая же четкая, как когда-то, мы могли бы представить инвесторов в виде опытных дельцов, которые продают ценные бумаги неосторожным и неудачным спекулянтам по высоким ценам и скупают их у них по низким. Эта картина была хоть как-то правдоподобна

в прошлом, но ее сложно применить к тому состоянию финансового рынка, которое он приобрел после 1949 года. Нет никаких подтверждений тому, что профессионалы, работающие в совместных фондах, осуществляют свою деятельность в соответствии с представленными выше принципами. Мы видим, что в двух основных видах инвестиционных фондов — сбалансированных и акционерных — та часть их портфеля, которая сформирована из обыкновенных акций, изменяется из года в год очень незначительно. Их торговая активность в основном связана с попытками найти более перспективные объекты для инвестирования.

Поскольку, как мы уже указывали, старые границы между операциями на фондовом рынке стерлись, а новые еще четко не установились, мы не можем предложить инвестору надежные правила, следуя которым он уменьшал бы долю обыкновенных акций в своем портфеле до минимального значения в 25% или увеличивал бы ее до максимального значения в 75%. Мы только можем настаивать на том, что в целом инвестор не должен вкладывать больше половины средств в акции, если только он твердо не убежден в своей позиции и не уверен, что хладнокровно воспримет падение фондового рынка типа случившегося в 1969-1970 годах. Сложно представить, что могло бы оправдать наличие такой убежденности при тех ценовых уровнях фондового рынка, которые имеют место в начале 1972 года. В этой ситуации мы настоятельно рекомендовали бы не увеличивать долю обыкновенных акций в портфеле свыше 50%. Но одинаково сложно советовать и уменьшить ее намного ниже 50%, если только *сам инвестор* не обеспокоен состоянием фондового рынка и при этом его вполне устроят пропорции его портфеля в том случае, если фондовый рынок будет расти.

Дальше попытаемся показать читателям, что может произойти в случае чрезмерно упрощенного подхода к использованию формулы "50:50". Ее применение предполагает соблюдение, по возможности, равного распределения средств между обыкновенными акциями и облигациями. Когда изменения уровня рыночных цен приводят к росту компонента акций до, скажем, 55%, то баланс портфеля должен быть установлен с помощью продажи 1/11 части обыкновенных акций и покупки облигаций на эту же сумму. Аналогично падение части акций до 45% должно сопровождаться продажей 1/11 части облигаций для дополнительной покупки акций.

Йельский университет придерживался сходного инвестиционного плана на протяжении многих лет, начиная с 1937 года: в его инвестиционном портфеле доля обыкновенных акций указывалась на уровне 35%, что считалось "нормальным уровнем". В начале 1950-х годов

финансисты Йельского университета все же отказались от своей некогда известной формулы в 1969 году вложили 61% средств своего портфеля в обыкновенные акции (включая и небольшую часть конвертируемых акций). (В это время 60,3% общей суммы пожертвований, составлявшей 7,6 млрд. долл., которые имелись у 71 учреждения подобного рода, были вложены в обыкновенные акции.)

Этот пример наглядно демонстрирует, как бурный рост рынка акций может практически уничтожить столь популярный в недавнем прошлом *формульный подход* к инвестированию. Несмотря на это, мы убеждены, что наша версия формулы "50:50" важна для "обороняющегося" инвестора. Приведем следующие аргументы в пользу такого подхода:

- прост в использовании;
- несомненно ориентирует инвестора в правильном направлении;
- приносит своему приверженцу ощущение, что он осуществляет хоть какие-то движения в ответ на дальнейшее развитие рынка;
- предотвращает, и это главное, расширяющееся вовлечение инвестора в операции с обыкновенными акциями при наборе рынком новых опасных высот.

Более того, инвестор, придерживающийся истинно консервативной политики, будет доволен прибылью, приносимой половиной портфеля в условиях роста фондового рынка. В то же время при серьезном падении рынка он может утешиться тем, что его дела обстоят намного лучше, чем у большинства более рискованных друзей.

Несмотря на то, что предложенный нами вариант распределения капитала в соотношении 50:50, безусловно, является наиболее простой "программой инвестирования на все случаи жизни", она может и не быть наилучшей с точки зрения достигнутых результатов. (Конечно же, мы не можем утверждать, что какой-то один из подходов к инвестированию навсегда гарантирует более высокую, чем другой, доходность.) Более высокая доходность, приносимая облигациями хорошего инвестиционного качества в сравнении с акциями сопоставимого класса, в данный момент выступает сильным аргументом в пользу роста доли облигаций в портфеле инвестора. Какую именно пропорцию выберет инвестор, зависит также от его темперамента и отношения к событиям на рынке. Если инвестор способен хладнокровно взвешивать шансы, то в настоящее время он охотнее остановится на 25% акций в своем портфеле, ожидая момент, когда дивидендная доходность составит, допустим, две трети облигационной доходности. Тогда он восстановит соотношение 50:50 между облигациями и акциями.

Если мы примем значение индекса Доу-Джонса, равным 900, и размер дивидендов, равным 36 долл. для этого значения индекса, то инвестору будет необходимо дождаться либо падения доходности по облагаемым налогом облигациям с 7,5 до 5,5% без изменения текущего уровня акционерной доходности, либо падения индекса Доу-Джонса до 660, если при этом не наблюдается сокращение доходности по облигациям или рост дивидендов. Подобного рода программа не особо сложная, но трудности могут возникнуть при ее применении, поскольку она может оказаться слишком консервативной.

### ***Облигации: место в портфеле инвестора***

Выбор облигаций для формирования соответствующей доли в портфеле инвестора требует ответа на два главных вопроса.

1. Следует ли ему покупать облагаемые налогом или освобожденные от его уплаты облигации?
2. Какие именно облигации он должен покупать: кратко- или долгосрочные?

Для ответа на первый вопрос следует учесть условия налогообложения доходов инвестора. В январе 1972 года выбор между облигациями со сроком погашения 20 лет состоял в получении, скажем, 7,5% доходности по корпоративным облигациям класса Аа и 5,3% по первоклассным облигациям, освобожденным от уплаты налога. (Термин "муниципальные облигации" в целом относится ко всем видам облигаций, свободным от налогообложения, включая государственные облигации.) Таким образом, для облигаций с выбранным сроком погашения переход от корпоративных к муниципальным приводит к уменьшению доходности на 30%. Следовательно, если бы максимальная налоговая ставка для инвестора превышала 30%, то ему было бы выгоднее приобретать муниципальные облигации, и наоборот — если его максимальная налоговая ставка не превышает 30%. Одинокий человек платит налог 30%, если его доход после вычетов превысит 10 тыс. долл. Для семейных эта ставка налогообложения используется, если доход превысит 20 тыс. долл. Очевидно, что большая часть одиноких инвесторов получают большую чистую доходность от владения качественными муниципальными облигациями, чем качественными корпоративными облигациями.

Выбор между кратко- и долгосрочными облигациями связан с поиском ответа, еще на один вопрос: "Хочет ли инвестор уберечься от снижения рыночной цены облигации, для чего придется, во-первых, довольствоваться более низким уровнем годовой доходности или, во-вторых, потерять возможность получить значительную выгоду от прироста стоимости инвестированного капитала?" Мы думаем, что этот вопрос лучшего всего обсудить в главе 8.

В прошлом для долгосрочного периода единственным целесообразным приобретением для индивидуальных инвесторов были сберегательные облигации, выпускаемые правительством Соединенных Штатов Америки. Их безопасность была — и остается — неоспоримой; они приносят более высокий доход, чем инвестиции в другие первоклассные облигации; инвестору гарантируется их выкуп; они также обладают другими преимуществами, которые обуславливают их привлекательность. В более ранних изданиях нашей книги их описанию была посвящена целая глава.

Следует отметить, что для сберегательных облигаций США все еще характерны уникальные черты, которые делают их выгодным приобретением для любого инвестора. Мы считаем, что для человека, располагающего достаточно умеренным (допустим, до 10 тыс. долл.) капиталом, предназначенным для покупки облигаций, они — все еще самый простой и самый лучший выбор. Но инвесторы с более крупными средствами могут найти другие более привлекательные среднесрочные облигации.

### Основные типы облигаций

Давайте рассмотрим несколько основных типов облигаций, которые заслуживают внимания инвестора, и кратко сравним их позиции по общим характеристикам, безопасности, доходности, рыночной стоимости, риску, налоговому статусу, а также другим факторам.

### Сберегательные облигации Соединенных Штатов Америки: серии **E** и **H**.

Сначала подытожим наиболее важные положения, а затем вкратце рассмотрим многочисленные преимущества этих уникальных, привлекательных и очень удобных инвестиционных объектов. По облигациям серии *H* процент выплачивается раз в полгода, как и по другим облигациям. Для первого года уровень ставки составляет 4,29%, а для следующих девяти лет и вплоть до их выкупа — 5,10% в год. По

облигациям серии *E* процент не выплачивается, а доход инвесторы получают за счет роста цены их выкупа. Облигации продаются по цене, составляющей 75% их номинальной стоимости, а выкупаются по 100% стоимости через пять лет и десять месяцев после приобретения. Если облигации удерживаются в портфеле на протяжении всего срока, то они приносят 5%, которые выплачиваются два раза в год. В случае досрочного выкупа доходность возрастает от 4,01% на протяжении первого года до 5,20% на протяжении следующих четырех лет и десяти месяцев.

С процентного дохода по рассматриваемым облигациям взимается федеральный налог, но их владельцы освобождены от уплаты штатного подоходного налога. Однако федеральный подоходный налог по облигациям серии *E* может выплачиваться по усмотрению владельца либо раз в год, либо тогда, когда он перестанет владеть ими.

Держатели облигаций серии *E* могут продать их в любое время (сразу же после приобретения) по их текущей выкупной стоимости. Держатели облигаций серии *H* обладают теми же правами относительно их продажи по номинальной стоимости. Облигации серии *E* можно обменять на облигации серии *H* с определенными налоговыми преимуществами. Потерянные, поврежденные или украденные облигации могут быть заменены бесплатно. Существуют ограничения на объемы ежегодных приобретений облигаций, но либеральные правила их покупки (совместная покупка членами семьи) дают возможность большинству инвесторов приобрести столько, сколько они могут себе позволить.

**Комментарий.** Мы не можем назвать какой-либо другой инвестиционный инструмент, который объединял бы в себе:

- 1) абсолютную гарантию выплаты процентов и погашения основной суммы долга;
- 2) право потребовать их выкупа в любое время;
- 3) гарантию получения как минимум 5%-ной доходности на протяжении минимум десяти лет.

Держатели более ранних выпусков облигаций серии *E* имеют право продлить срок владения облигациями, следовательно, и в дальнейшем получать высокую доходность. Возможность отсрочки от уплаты налогов на протяжении длительных периодов владения облигациями — большое преимущество. По нашим подсчетам, в типичных случаях она увеличивает эффективную чистую доходность более чем на треть. С другой стороны, право продажи облигаций по выкупной стоимости предоставляет их владельцам, которые приобрели их в период низких процентных ставок, полную защиту от снижения стоимости вложенного капитала, что



случается со многими инвесторами, вкладывающими деньги в облигации. Другими словами, условия выпуска этих облигаций дают инвесторам возможность получить выгоду в результате повышения процентной ставки за счет того, что взамен облигаций с низким процентным доходом они приобретут облигации с очень высоким купонным доходом.

С нашей точки зрения, специальные преимущества, которые имеют владельцы сберегательных облигаций, с лихвой компенсируют их более низкую текущую доходность по сравнению с другими государственными облигациями.

### *Другие типы облигаций, эмитируемых правительством Соединенных Штатов Америки*

На финансовом рынке инвестору доступно множество облигаций, эмитированных правительством США, характеризующихся различными купонными ставками и сроками погашения. Все они полностью безопасны с точки зрения выплат процентов и погашения номинала облигации. Доходы по этим облигационным выпускам подлежат обложению федеральным подоходным налогом, но освобождены от штатных налогов. В конце 1971 года годовая доходность облигаций с длительным сроком погашения — свыше десяти лет — составляла в среднем 6,09%, среднесрочных (от трех до пяти лет) — 6,35% и краткосрочных — 6,03%.

В 1970 году инвестор с большим дисконтом мог приобрести многие из старых выпусков правительственных облигаций. Некоторые из них принимаются по номинальной стоимости при уплате налога на земельные участки. Например, облигации Казначейства Соединенных Штатов Америки с доходностью 3,5% и со сроком погашения в 1990 году принадлежали к этой категории. На протяжении 1970 года они продавались по цене, составлявшей 60% от номинала, но в конце 1970 года уже стоили свыше 77%.

Интересно также отметить, что во многих случаях непрямые облигации правительства Соединенных Штатов Америки обеспечивают более высокую доходность, чем прямые облигации с таким же сроком погашения. Как отмечалось раньше, 7,05% доходности предлагается по "сертификатам, полностью гарантированным Секретариатом транспорта

Министерства транспорта США (The Secretary of Transportation of the Department of Transportation of the United States)". Доходность более чем на 1% превышала доходность по прямым облигациям Соединенных Штатов Америки со сроком выплат в том же (1986) году. Сертификаты фактически выпускались от имени корпорации *Penn Central Transportation*, но продавались с учетом заявления министра юстиции США, который гарантировал их погашение от имени правительства США. В прошлом довольно-таки много не прямых облигаций этого сорта размещались правительством Соединенных Штатов Америки, и все они оплачивались добросовестно и вовремя.

Читатель может задуматься над тем, к чему все эти фокусы, в том числе "персональные гарантии" Секретариата транспорта и, к тому же, более высокий процентный доход. Главная причина таких окольных путей состоит в ограничениях на общий размер задолженности, установленных Конгрессом на объемы размещения облигаций правительством. С этой точки зрения, гарантии правительства не рассматриваются как долги — семантически неожиданная удача для проницательных инвесторов. Возможно, главным достижением в этой ситуации было создание не облагаемых налогом облигаций *Housing Authority*, являющихся эквивалентом государственных облигаций. Другим примером гарантированных государством облигаций служат недавно размещенные облигации *New Community Debentures*, предложенные в сентябре 1971 года с доходностью 7,60%.

### ***Штатные и муниципальные облигации***

Владельцы облигаций, эмитируемых властями штатов и городов, освобождены от уплаты федерального подоходного налога. Как правило, доходы по ним не облагаются штатным подоходным налогом (но не во всех штатах). Они являются прямыми облигациями штата, или "доходными облигациями", выплаты по которым привязаны к поступлениям от платных (автомобильных) дорог, мостов, аренды зданий и т.п. Не все беспроцентные облигации недостаточно защищены, чтобы оправдывать их приобретение пассивным инвестором. В своем выборе последний может руководствоваться рейтингом каждого выпуска облигаций, выставляемым агентствами *Moody* или *Standard and Poor's*. Один из трех наиболее

высоких рейтингов по обеим рейтинговым системам — (AAA), Aa (AA) или A — свидетельствует о достаточном уровне безопасности. Доходность этих облигаций варьируется в зависимости от их качества и сроков погашения. При этом более короткие сроки погашения обеспечивают инвестору более низкую доходность. В конце 1971 года выпуски муниципальных облигаций с рейтингом AA *Standard and Poor's* и со сроком погашения 20 лет приносили 5,78% годовой доходности. Типичным примером служат муниципальные облигации Винленда (шт. Нью-Джерси). Облигации с рейтинговой оценкой AA или A и сроком погашения один год приносили доходность всего лишь 3%, а с датой погашения в 1995 и 1996 годах — уже 5,8% годовых [\[52\]](#).

### ***Корпоративные облигации***

Доходы по корпоративным облигациям облагаются как федеральным, так и штатным налогом. В начале 1972 года, в соответствии с данными агентства *Moody*, корпоративные облигации наиболее высокого качества (рейтинг Aaa) и сроком погашения 25 лет обеспечивали доходность 7,19%. Долгосрочные корпоративные облигации с рейтингом Baa приносили своим владельцам 8,23% годовых. В каждом классе краткосрочные облигации имели более низкую доходность, чем долгосрочные.

**Комментарий.** Рассмотренные факты свидетельствуют о том, что у среднего инвестора есть возможность выбрать подходящие для него высококачественные облигации. Для инвесторов, доходы которых облагались по более высоким ставкам, выгоднее всего было покупать высококачественные безналоговые облигации. Для прочих инвесторов в начале 1972 года были доступны долговые инструменты с широким разбросом уровней доходности — от 5,00% для сберегательных облигаций до примерно 7,25% по высокорейтинговым корпоративным выпускам.

### ***Облигации с высокой доходностью***

Если инвестор согласен пожертвовать качеством облигаций, то он

может получить более высокую доходность. В то же время опыт свидетельствует о том, что обычный инвестор благоразумно держится на расстоянии от такого рода высокодоходных облигаций. Если с точки зрения доходности они выгоднее, чем первоклассные облигации, то за это приходится расплачиваться принятием слишком многих рисков — от падения их рыночных цен до фактического дефолта. (И хотя справедливо, что низкорейтинговые облигации часто являются выгодным приобретением, это требует специального анализа и определенных навыков<sup>[53]</sup>.)

Отметим также, что установленные Конгрессом США ограничения по прямым выпускам правительственных облигаций предоставляют инвесторам, по крайней мере, две возможности для совершения "выгодных покупок" государственных облигаций. Одна из них обеспечивается безналоговыми выпусками облигаций *New Housing*, а другая — недавно выпущенными облагаемыми налогом облигациями *New Community Debentures*. Покупка облигаций *New Housing*, выпущенных в июле 1971 года, обеспечила доходность в 5,8% (при этом доход освобождался от уплаты как федерального, так и штатного подоходного налогов). В то же время облагаемые налогом облигации *New Community Debentures*, выпущенные в сентябре 1971 года, принесли доходность 7,60%. По обоим видам облигаций правительство гарантировало "полное доверие и хорошую репутацию", и это свидетельствовало о безоговорочной надежности выпуска. И они обеспечивали инвестору существенно более высокую доходность, чем обычные правительственные облигации Соединенных Штатов Америки<sup>[54]</sup>.

### **Сберегательные депозиты вместо облигаций**

Инвестор теперь может получить такую же высокую доходность, разместив деньги на депозите в коммерческом или сберегательном банке, как и в случае покупки краткосрочных высококлассных облигаций. Процентная ставка по банковскому сберегательному счету в будущем может снизиться, но в современных условиях банковский депозит вполне способен служить для индивидуального инвестора заменой краткосрочным облигациям.

## Конвертируемые ценные бумаги

Эта тема рассмотрена в главе 16. Колебания цен облигаций более подробно проанализированы в главе 8.

## Оговорка о досрочном выкупе облигаций их эмитентом

В предыдущих изданиях нашей книги этот аспект покупки облигации обсуждался достаточно широко, поскольку он содержит серьезную, но лишь немногими замеченную несправедливость по отношению к инвестору. В типичной ситуации облигации могли выкупаться эмитентом практически сразу же после их выпуска. При этом величина премии, которую получал инвестор, была достаточно скромной — примерно 5% сверх цены выпуска. Это говорит о том, что во времена колебания процентных ставок инвестор должен нести основную тяжесть их неблагоприятных изменений, но при этом в случае благоприятного развития событий он выигрывает очень мало.

**Пример.** Нашим обычным примером были облигации компании *American Gas Electric*, выпущенные сроком на 100 лет под 5% годовых и проданные по 101 в 1928 году. Через четыре года, в близкой к панике ситуации, стоимость этих хороших облигаций упала до 62,5, а доходность выросла до 8%. В 1946 году события развивались с точностью до наоборот: эти облигации могли принести только 3% годовых. Это означает, что они *должны были* котироваться по 160. Но в это время компания воспользовалась оговоркой о досрочном выкупе облигаций и выкупила их приблизительно по 106.

Оговорка о досрочном погашении в условиях выпуска этих облигаций фактически означала, что компания заявила своим кредиторам: "Прибыли получаю я, убытки несете вы". В дальнейшем институциональные участники фондового рынка, специализирующиеся на операциях с облигациями, отказались принимать такое несправедливое условие. Через несколько лет условия большинства долгосрочных выпусков облигаций с

высокими купонными доходами предусматривали защиту от выкупа в течение десяти и более лет со дня выпуска. Хотя это условие и ограничивает возможный рост цен облигаций, но оно справедливо.

С практической точки зрения мы советуем инвестору при покупке долгосрочных облигаций пожертвовать небольшой частью доходности для получения гарантий невозможности выкупа облигаций — скажем, на протяжении 20 или 25 лет со дня их выпуска. Аналогично выгоднее покупать облигации с небольшой купонной ставкой<sup>[55]</sup> с дисконтом, а не облигации с высокой купонной ставкой, продаваемые чуть выше номинала, но которые могут быть выкуплены через несколько лет. К примеру, покупка с дисконтом за 63,5% номинала облигаций с купонной ставкой 3,5%, которые обеспечивают доходность 7,85%, полностью защищает инвестора от нежелательных операций по выкупу облигаций.

### ***Неконвертируемые привилегированные акции***

Следует сделать некоторые общие замечания относительно привилегированных акций. Действительно, хорошие привилегированные акции вполне могут существовать, и мы их действительно можем найти, но они хороши вопреки своей *природе*, которая сама по себе плохая.

Безопасность типичного владельца привилегированных акций зависит от возможности и желания компании выплачивать дивиденды по своим обыкновенным акциям. Если дивиденды по обыкновенным акциям не выплачиваются или просто существует угроза их невыплаты, то позиция владельца привилегированных акций становится ненадежной. Дело в том, что руководство компании не имеет никаких обязательств по выплате дивидендов по привилегированным акциям в том случае, если они не выплачивают дивиденды по обыкновенным. В свою очередь, типичный держатель привилегированных акций не имеет права претендовать на получение чего-либо большего из прибыли компании, чем заранее оговоренные фиксированные дивиденды. Таким образом, владелец привилегированных акций лишен как права требовать причитающийся ему доход (подобно владельцу облигаций или кредитору), так и возможностей на получение больших дивидендов (подобно владельцу обыкновенных акций).

Такая слабость юридической позиции владельцев привилегированных

акций становится наиболее заметна во времена депрессии. Только небольшой процент всех выпусков привилегированных акций имеют достаточно сильные позиции при любых неблагоприятных ситуациях. Опыт учит, что покупать привилегированные акции стоит тогда, когда их цена сильно занижена действием тех или иных неблагоприятных факторов. (В такой ситуации они очень подходят для агрессивного инвестора, но не для пассивного.)

Другими словами, их следует покупать, если сделка обещает принести хорошую прибыль, или не покупать вообще. А теперь рассмотрим конвертируемые и привилегированные акции, предоставляющие инвестору особые возможности для получения прибыли. Как правило, такие инструменты не включаются в инвестиционный портфель, формируемый на консервативной основе.

Заслуживает внимания также еще одна особенность общей характеристики привилегированных акций. Для корпоративных покупателей они обеспечивают более выгодный налоговый статус, чем для индивидуальных инвесторов. Дело в том, что дивидендный доход, получаемый корпорациями, облагается налогом по ставке 15%, тогда как их процентный доход от облигаций — по полной ставке налога на прибыль. Поскольку в 1972 году корпоративная ставка налога на прибыль равна 48%, то со 100 долл., полученных в качестве дивидендов по привилегированным акциям, налог составляет только 7,20 долл., в то время как из 100 долл., полученных в качестве процентного дохода по облигациям, — 48 долл. С другой стороны, индивидуальные инвесторы платят такой же налог на полученные дивиденды от привилегированных акций, что и на процентные доходы от облигаций, за редкими исключениями. Таким образом, в соответствии с четкой логикой, все привилегированные акции инвестиционного качества должны приобретаться корпорациями, в то время как все облигации, не облагаемые налогом, следует приобретать инвесторам, которые платят подоходный налог <sup>[56]</sup>.

### **Формы ценных бумаг**

Рассмотренные формы ценных бумаг — облигации и привилегированные акции — довольно понятны и относительно просты. Держатель облигации имеет право на получение фиксированного

процентного дохода и возврата основной суммы долга через определенный срок. Владелец привилегированной акции имеет право на получение фиксированных дивидендов (и не больше), которые должны выплачиваться до выплаты дивидендов по обыкновенным акциям. Возврат инвестированного в привилегированные акции капитала не предусматривается. (Дивиденды могут быть накопительными или ненакопительными. Держатель акции может иметь или же не иметь права голоса.)

Перечисленные характеристики представляют собой стандартные условия и, конечно же, демонстрируют превосходство облигаций над привилегированными акциями. Однако существует и много отклонений от этих форм. Наиболее известные — конвертируемые и сходные с ними акции, а также доходные облигации (проценты по которым выплачиваются только при наличии прибыли у компании). Проценты, которые не выплачиваются, могут накапливаться для выплаты из будущей прибыли, но этот период часто ограничен сроком до трех лет.

Доходные облигации должны использоваться корпорациями интенсивнее, чем это происходит сейчас. Частично это связано с прежними неудачами. Собственно говоря, впервые доходные облигации были широко использованы в процессе реорганизации железных дорог, и поэтому с самого начала они ассоциировались с финансовыми проблемами и низким инвестиционным статусом. Но форма сама по себе обладала несколькими практическими преимуществами, особенно по сравнению с многими привилегированными (конвертируемыми) акциями последних лет. Главное преимущество — возможность вычитать начисленные проценты из облагаемой налогом прибыли компании, что фактически урезает наполовину стоимость привлечения средств с их помощью. С точки зрения инвестора, эта форма в большинстве случаев самая лучшая, если он должен иметь, во-первых, безусловное право на получение процентных выплат, если они заработаны компанией, и во-вторых, право на использование других форм защиты, отличных от процедур банкротства, если процент не заработан или не уплачен. Срок действия доходных облигаций может быть определен исходя из интересов как должника, так и кредитора. (Привилегии конверсии также следует учитывать.) Тот факт, что на фондовом рынке прижились слабые по своей внутренней сути привилегированные акции и Уолл-стрит, наоборот, отказывается от более сильной формы доходных облигаций, можно расценивать как чудесную иллюстрацию того, что финансовый рынок пытается сохранить традиционные принципы и привычки, несмотря на новые условия, которые



взывают к его обновлению. С каждой новой волной оптимизма или пессимизма мы готовы забыть историю и опробованные временем принципы, но своих предубеждений и предрассудков придерживаемся упорно и безоговорочно.

## 5. Пассивный инвестор и обыкновенные акции

### *Инвестиционные качества обыкновенных акций*

В первом (1949 год) издании книги в этой части был приведен детальный пример, рассматривающий инвестиционный портфель со значительной долей обыкновенных акций<sup>[57]</sup>. Последние в целом рассматривались как высокоспекулятивные и потому небезопасные финансовые инструменты. Их курс упал довольно низко по сравнению с высоким уровнем 1946 года, но вместо привлечения инвесторов, которые должны были бы воспользоваться низкими ценами, это падение оказало обратный эффект, подорвав доверие к акциям. Мы уже анализировали противоположную ситуацию, сложившуюся на протяжении следующих 20 лет, когда рост курсов акций создал о них впечатление как о надежных и прибыльных объектах для инвестиций, несмотря на рекордно высокий уровень цен, свидетельствовавший о значительной степени риска<sup>[58]</sup>.

Наши аргументы при рассмотрении ситуации с обыкновенными акциями в 1949 году сводились к двум основным положениям. Первое состояло в том, что они обеспечивали существенную антиинфляционную защиту покупательной способности инвестора, тогда как облигации были бесполезны в этом отношении. Второе обуславливалось их более высокой средней доходностью для инвесторов на протяжении многих лет. Это достигалось благодаря тому, что средняя дивидендная доходность превышала доходность качественных облигаций, а также благодаря ярко выраженной тенденции к росту рыночной стоимости акций в долгосрочном периоде в результате реинвестирования корпорациями нераспределенной прибыли.

Хотя два этих обстоятельства и обеспечили акциям как объекту долгосрочных инвестиций преимущество по сравнению с облигациями, мы постоянно предупреждали, что их выгоды могут быть сведены на нет, если за них уплачена слишком высокая цена. Именно это и произошло в 1929

году, и рынку понадобилось 25 лет, чтобы вернуться к уровню, с которого он просто "обвалился" в 1929-1932 годах<sup>[59]</sup>. С 1957 года обыкновенные акции, опять в силу своей высокой цены, утратили традиционное лидерство с точки зрения дивидендной доходности по сравнению с уровнем процентной доходности для облигаций<sup>[60]</sup>. Остается лишь наблюдать, как в будущем повлияют на это соотношение инфляция и экономический рост.

Для читателя должно быть очевидно, что мы не испытываем энтузиазма по отношению к акциям в целом при среднем значении фондового индекса Доу-Джонса на уровне 900 в конце 1971 года. По уже указанным причинам<sup>[61]</sup> мы считаем, что пассивный инвестор не может позволить себе сформировать портфель без части обыкновенных акций, даже если он должен рассматривать их как меньшее из двух зол.

### ***Правила выбора акций для формирования портфеля***

Правила выбора обыкновенных акций для включения в портфель пассивного инвестора должны быть относительно простыми. Приведем четыре основных правила, которые желательно соблюдать.

1. Инвестору следует выйти на адекватный, но не чрезмерный уровень диверсификации портфеля. Этого можно достичь за счет покупки акций минимум десяти и максимум тридцати различных компаний<sup>[62]</sup>.

2. Каждая компания, акции которой выбираются для портфеля, должна быть большой, известной, использующей консервативную политику финансирования своего бизнеса. Несколько расплывчатые характеристики в общем-то четко передают основной смысл. Исследования по этому вопросу приведены в конце данной главы.

3. Каждая компания должна выплачивать дивиденды на протяжении длительного и непрерывного периода. (Все акции в списке фондового индекса Доу-Джонса отвечали этому требованию в 1971 году.) В этом плане определим более четко, что история постоянных дивидендных выплат должна начинаться, как минимум, с 1950 года<sup>[63]</sup>.

4. Инвестор должен установить определенный предел для цены покупки акций исходя, допустим, из величины прибыли на акцию за последние семь лет. Мы предлагаем, чтобы величина этого коэффициента

не превышала 25 для средней прибыли за семь лет и 20 — для прибыли за последние двенадцать месяцев. Но такое ограничение исключит из портфеля почти все наиболее популярные компании, демонстрирующие сильный рост. В частности, оно фактически наложит запрет на целую категорию "акций роста", которые на протяжении нескольких последних лет были любимцами как спекулянтов, так и институциональных инвесторов. Мы должны привести причины для такого радикального ограничения инвестиционного портфеля.

### **"Акции роста" и пассивный инвестор**

Термин "акции роста" (*growth stock*) используется по отношению к обыкновенным акциям, у которых темпы роста показателя "чистая прибыль / акция" (EPS) в прошлом значительно превосходили его темпы роста для рынка акций в целом, и такая же динамика ожидается в будущем. (Некоторые эксперты заявляют, что под определение "акций роста" подпадают только те из них, для которых ожидается, по крайней мере, удвоение значения EPS за десятилетний период. Другими словами, ежегодный темп роста этого показателя должен составлять 7,1%<sup>[64]</sup>.)

Очевидно, что акции такого вида привлекательны для инвестора, если, конечно, их цена не окажется чрезмерной. Проблема возникла в связи с тем, что уровень цен, по которым "акции роста" продавались на протяжении длительного периода времени, был высок по отношению к текущей прибыли и очень высок по отношению к средней прибыли за прошедший период. Такая ценовая картина позволяет говорить о наличии в ней существенного спекулятивного компонента, что усложняет проведение успешных сделок с ними.

Лидером среди "акций роста" на протяжении длительного периода были акции компании *International Business Machines (IBM)*, обеспечившие феноменальные результаты тем, кто купил их достаточно давно и упорно удерживал в своем портфеле достаточно долго. Но мы уже отметили<sup>[65]</sup>, что эти "самые лучшие обыкновенные акции" фактически потеряли 50% рыночной стоимости в течение шестимесячного спада на фондовом рынке в 1961-1962 годах и примерно такой же процент стоимости в 1969-1970 годах. Другие "акции роста" еще больше пострадали из-за колебаний

рынка. В некоторых случаях падала не только цена, но и прибыль в расчете на одну акцию, что приводило к двойному убытку для их держателей. Хорошим примером в нашем случае выступает и компания *Texas Instruments*, акции которой выросли с 5 до 256 без выплат дивидендов, в то время как прибыль увеличилась с 40 центов до 3,91 долл. на одну акцию. (Обратите внимание на то, что цена повышалась в пять раз быстрее, чем прибыль. Это характерно для популярных обыкновенных акций.) Но два года спустя прибыль упала примерно на 50%, и курс акций снизился на 80% — до 49<sup>[66]</sup>.

Эти примеры помогут читателям понять, почему мы относимся к акциям роста в целом как к слишком неопределенному и рискованному финансовому инструменту для "оборонительного" инвестора. Конечно же, чудеса возможны при правильном выборе, приобретении при правильном уровне цен и последующей продаже после огромного роста и перед возможным падением. Но средний инвестор не может ожидать чуда, так же как ему не следует ждать появления на деревьях денег вместо листьев. В противоположность этому мы полагаем, что в качестве объекта для инвестиций ему больше подходят акции крупных, не столь популярных на фондовом рынке компаний, у которых значение коэффициента "кратности прибыли"<sup>[67]</sup> держится на приемлемом уровне. Эта идея будет проиллюстрирована в главе, посвященной выбору ценных бумаг для формирования портфеля.

### ***Изменения в портфеле***

Согласно общепринятой практике, инвестору необходимо пересматривать состав своего инвестиционного портфеля для улучшения его качества. Именно в этом и заключается большая часть работы инвестиционных консультантов. Почти все брокерские конторы также готовы оказать соответствующие услуги, даже без специальной платы, рассчитывая на комиссионные от торговых операций своих клиентов. Некоторые брокерские конторы взимают плату за такого рода консультации.

Мы считаем, что наш пассивный инвестор нуждается, по крайней мере раз в год, в советах по поводу состава своего портфеля. Поскольку у

инвестора мало собственного опыта, на который он может положиться, важно, чтобы он доверял только фирмам с самой высокой репутацией; в ином случае он может довольно легко попасть в некомпетентные или недобросовестные руки. В любом случае важно, чтобы он объяснил консультанту свое намерение четко придерживаться четырех правил выбора обыкновенных акций, которые уже были приведены в этой главе. Между прочим, если состав акционерной части его портфеля составлен компетентно с первого же раза, то не будет необходимости вносить частые и многочисленные изменения<sup>[68]</sup>.

### ***Метод усредненного равномерного инвестирования***

Нью-йоркская фондовая биржа приложила значительные усилия для популяризации своих "планов ежемесячных покупок", в соответствии с которыми инвестор расходует одну и ту же сумму каждый месяц, покупая акции одной или нескольких компаний. Этот подход — не что иное, как использование специальной "формулы инвестирования", известной в качестве метода усредненного равномерного инвестирования (УРИ-метод). Для периода растущего рынка, который наблюдался с 1949 года, этот метод давал весьма удовлетворительные результаты, в частности, и потому, что удерживал инвестора от покупок в ненужное время.

В комплексном исследовании Люсиль Томлинсон, в котором проанализированы различные "формульные инвестиционные схемы"<sup>[69]</sup>, представлены результаты использования УРИ-метода для акций, входящих в список индекса Доу-Джонса. Для изучения были взяты 23 десятилетних периода, первый из которых завершился в 1929 году, а последний — в 1952 году. Анализ применения УРИ-метода для каждого из этих временных отрезков показал, что инвестор получал прибыль по его окончании либо на протяжении пяти лет после его завершения. Средняя рентабельность инвестиций в конце всех этих периодов составила 21,5% (без учета полученных дивидендов). Следует сказать, что в некоторых случаях наблюдалось существенное временное падение рыночной стоимости портфеля. Люсиль Томлинсон заканчивает описание этой крайне простой инвестиционной формулы замечательной фразой: "Никто еще не придумал другой такой формулы инвестирования, которая могла бы использоваться с

такой уверенностью в исходном результате, независимо от того, что может случиться с ценами акций, как УРИ-метод".

Можно возразить, что УРИ-метод, хоть и является логически обоснованным, но следовать ему на практике, скорее всего, нереалистично, поскольку лишь немногие люди в состоянии выделять равные суммы денег на покупку акций на протяжении, к примеру, 20 лет. Мне кажется, что этот очевидный аргумент утратил большую часть своей силы на протяжении последних лет. Обыкновенные акции становятся в целом приемлемым компонентом в обычной инвестиционной программе. Таким образом, систематические и постоянные покупки обыкновенных акций могут представлять не большие психологические и финансовые сложности, чем обычные постоянные платежи за страховой полис или для приобретения сберегательных облигаций правительства Соединенных Штатов Америки, дополнением к которым они могут служить. Ежемесячный объем платежей может быть небольшим, но результат по истечении 20 или более лет может оказаться впечатляющим.

### *Личные обстоятельства инвестора*

В начале этой главы мы кратко описали несколько жизненных ситуаций, в которых может оказаться инвестор, формируя свой портфель. Давайте вернемся к этим обстоятельствам и рассмотрим их с точки зрения анализа общих принципов инвестиционной политики. Говоря более конкретно, мы должны найти ответ на вопрос о том, как сказываются жизненные обстоятельства инвестора на его выборе ценных бумаг для своего портфеля?

В качестве конкретных примеров, которые представляют различные ситуации, рассмотрим следующие.

1. Вдова, у которой имеется 200 тыс. долл. на собственное содержание и содержание ребенка.

2. Преуспевающий врач в середине своей карьеры, имеющий сбережения в 100 тыс. долл., ежегодный прирост которых составляет 10 тыс. долл.

3. Молодой человек, зарабатывающий 200 долл. в неделю и откладывающий 1000 долл. в год<sup>[70]</sup>.

Вполне очевидно, что первая задача, которую решает вдова, состоит в

выборе таких источников дохода, которые смогли бы обеспечить как можно большие средства для ее семьи. С другой стороны, она должна соблюдать консервативную инвестиционную политику. Равномерное распределение ее капитала между правительственными облигациями США и первоклассными обыкновенными акциями будет компромиссным вариантом достижения обеих указанных целей, который, к тому же, будет отвечать общим основам инвестиционной политики пассивного инвестора. (Доля акций может быть на уровне 75%, если она психологически готова к такому решению и полностью уверена в том, что уровень цен не слишком высок. Можно утверждать, что этого не было в начале 1972 года.)

Однако мы не можем исключать и того варианта, что вдова окажется *предприимчивым* инвестором. В этом случае задачи и методы ее инвестиционной политики будут существенно отличаться от рассмотренных выше. Единственное, что *не должна* делать вдова, — участвовать в спекулятивных операциях с целью "получить дополнительный доход". Под этим мы подразумеваем попытки получить большой доход без наличия уверенности в успехе. Гораздо лучшим вариантом для нее будет пополнение своего капитала на 2 тыс. долл. в год в виде процентов по облигациям, позволяющих хоть как-то сводить концы с концами, а не "пускаться во все тяжкие", рискуя половиной своих средств в плохо просчитанных и, следовательно, спекулятивных операциях.

Преуспевающий врач не испытывает такого давления жизненных обстоятельств, как вдова, но все же мы думаем, что его выбор будет во многом аналогичным. Собирается ли он серьезно участвовать в инвестиционном бизнесе? Если он не испытывает особых порывов или не имеет способностей, то сделает все возможное, чтобы играть простую роль пассивного инвестора. Структура его портфеля в этом случае не должна отличаться от "типичного" портфеля вдовы, и его выбор также будет связан с формированием постоянной доли акций в инвестиционном портфеле. Ежегодные сбережения ему следует инвестировать в примерно такой же пропорции, что и основная величина капитала.

Если сравнить типичных врача и вдову, то больше шансов стать предприимчивым инвестором имеет врач, и выше вероятность того, что он преуспеет в этом начинании. Однако у него все же есть один существенный недостаток — у него меньше свободного времени для улучшения своей инвестиционной подготовки и управления своими средствами. Фактически медицинские работники не очень успешны в своих операциях с ценными бумагами, поскольку обычно они весьма самоуверенны и испытывают сильное желание получить хорошую прибыль на свои вложения, не



учитывая, что успешное ведение дел требует и значительного участия в этом виде деятельности, и владения некоторыми профессиональными навыками в операциях с ценными бумагами.

И наконец, молодой человек, накапливающий 1000 долл. в год и ожидающий получить хороший заработок по окончании учебы, сталкивается с таким же выбором, хотя при несколько иных обстоятельствах. Часть его сбережений должна автоматически использоваться для покупки облигаций серии E. Баланс настолько скромный, что для него вряд ли стоит проходить сложное обучение, чтобы получить квалификацию агрессивного инвестора. Обращение к нашей стандартной программе пассивного инвестора будет наиболее простой и логичной политикой.

Давайте на этом этапе проигнорируем человеческую природу. Финансовые операции притягательны для многих молодых людей с ограниченными средствами. При размещении своих сбережений они хотят быть и разумными, и предприимчивыми одновременно, несмотря на то, что инвестиционный доход для них менее важен, чем их заработная плата. В целом такое отношение правильное. Большое преимущество молодого капиталиста состоит в том, что он начинает свое финансовое образование и приобретает опыт достаточно рано. Если он собирается действовать как агрессивный инвестор, то знает, что наверняка допустит некоторые ошибки и понесет какие-то убытки. Молодость может выдержать разочарования, небезосновательно рассчитывая на то, что придет время и для получения прибыли. Мы настоятельно рекомендуем новичкам на рынке ценных бумаг не тратить свои усилия и деньги на попытки победить фондовый рынок. Хорошим вариантом для неопытных инвесторов служит использование минимально допустимых средств для того, чтобы проверить свои суждения относительно недооценки или переоценки рынком тех или иных ценных бумаг.

Таким образом, мы возвращаемся к нашему более раннему утверждению: вид ценных бумаг, которые следует приобретать, и искомый уровень доходности зависят не от финансовых ресурсов инвестора, а от его финансовой "экипировки" — знаний, опыта и темперамента.

***Некоторые замечания, касающиеся понятия "риск"***

Принято говорить о высокорейтинговых облигациях как менее рискованных по сравнению с высокорейтинговыми привилегированными акциями и о последних как о менее рискованных по сравнению с качественными обыкновенными акциями. Эти утверждения лежат в основе предубеждений против обыкновенных акций, поскольку они не считаются "безопасными". Такой вывод был сделан в исследовании Совета Федеральной резервной системы в 1948 году. Следует отметить, что слова "риск" и "безопасность" употребляются по отношению к ценным бумагам в двух различных значениях, в результате чего возникает путаница.

Облигации четко доказывают свою небезопасность в тех случаях, когда их эмитент оказывается не в состоянии выплачивать проценты или погасить основную сумму долга. Аналогично, если привилегированные или обыкновенные акции приобретаются с расчетом получить постоянный определенный уровень дивидендов, то снижение или невыплата дивидендов говорят о небезопасности этих акций. Справедливо также то, что инвестиции являются рискованными, если на деле существует возможность того, что владельцу однажды придется продать ценную бумагу по цене, которая будет гораздо ниже затрат на ее покупку.

Несмотря на это, о риске часто говорят и в случае возможного снижения курса ценной бумаги, даже если это падение носит циклический и временный по своей природе характер и если его владельца ничто не вынуждает продавать ее в такой ситуации. Эти риски заложены в природе всех ценных бумаг, кроме долгосрочных сберегательных обязательств правительства Соединенных Штатов Америки, и в большей степени в обыкновенных акциях, чем в старших их категориях. По нашему мнению, применительно к таким ситуациям нельзя говорить о *риске* в истинном понимании этого термина. Человек, владеющий закладной на дом, может понести значительные убытки, если будет вынужден продать ее в неблагоприятное время. Этот фактор не принимается во внимание при оценке безопасности или риска обычных закладных на недвижимость, а единственным критерием служит определение своевременности платежей. Аналогично риск, связанный с обычным бизнесом, измеряется с точки зрения вероятности потери денег в ходе самого бизнеса, а не с точки зрения того, что произойдет, если владельцу придется продавать свою фирму в неблагоприятных для него обстоятельствах.

В главе 8 будет изложено четвертое из наших убеждений, состоящее в том, что если снижается рыночная стоимость ценных бумаг, которыми владеет инвестор, то это не означает, что он теряет деньги. А потому тот факт, что может произойти снижение стоимости его инвестиций, вовсе не

свидетельствует о том, что он несет реальный риск убытков.

Если мы на основании определенных принципов выберем группу обыкновенных акций, которые в целом продемонстрируют удовлетворительный уровень доходности в течение довольно длительного времени, значит, такого рода инвестиции доказали свою "безопасность". На протяжении этого периода рыночная стоимость такой группы акций будет колебаться, и вполне вероятно, что на каком-то временном отрезке они будут проданы по цене ниже стоимости их приобретения. Если этот факт делает инвестиции "рискованными", то их можно назвать одновременно и рискованными, и безопасными. Такой терминологической неразберихи можно избежать, если использовать понятие риска только по отношению к потере стоимости инвестиций в результате фактической продажи, или вследствие существенного ухудшения состояния компании, или, что случается чаще, покупки ценной бумаги по чрезмерной по сравнению с ее внутренней стоимостью цене [\[71\]](#).

Многие обыкновенные акции действительно подвержены риску такого ухудшения ситуации. Но мы убеждены, что правильно сделанные инвестиции в группу обыкновенных акций не несут существенного риска подобного рода и, таким образом, не могут называться "рискованными" только в силу того, что им присущи колебания рыночной цены. Но такой риск присутствует, если существует опасность, что цена их покупки может действительно оказаться слишком высокой исходя из правил определения внутренней стоимости акций — даже если любые значительные падения их рыночной стоимости могут быть компенсированы много лет спустя.

***Некоторые замечания к определению "большая, известная корпорация, использующая консервативную политику финансирования"***

Представленная в названии данного раздела фраза использовалась в этой главе раньше для описания той категории обыкновенных акций, которыми должен ограничиваться инвестор при формировании своего портфеля. Также мы отмечали, что по этим акциям на протяжении достаточно длительного времени должны выплачиваться дивиденды. Критерии, выраженные прилагательными в данном определении корпорации, всегда допускают двоякое толкование. Как найти разделительную черту при определении размеров, известности и

консервативности принципов финансирования?

В последнем случае мы можем предложить специальный стандарт, который вполне отвечает общепринятым подходам. Финансовую структуру промышленной компании нельзя назвать консервативной, если ее доля обыкновенных акций (по рыночной или номинальной стоимости) составляет меньше половины ее общей капитализации, включая величину ее банковской задолженности <sup>[72]</sup>. Для железнодорожных или муниципальных компаний эта цифра должна составлять хотя бы 30%.

Эпитеты "большая" и "известная" отражают размер компании и лидирующую позицию в соответствующей отрасли. Акции таких компаний часто называют "первичными"; все другие обыкновенные акции при этом называют "вторичными", за исключением случая, когда используется критерий выделения "акций роста". Если говорить конкретно, то сегодня для того, чтобы быть "большой", компании нужно иметь активов на 50 млн. долл. или объем продаж на такую же сумму <sup>[73]</sup>. И опять-таки, чтобы быть "известной", компания должна находиться в первой четверти или трети списка компаний своей отрасли по объему бизнеса.

Но все же неразумно настаивать на таких случайно выбранных критериях. Они предложены в основном в качестве руководства для тех, кому оно необходимо. Но не существует определенного правила, которое инвестор мог бы использовать и которое было бы применимо для определения "большой" и "известной" компании. По самой природе это должна быть большая группа компаний, которую кто-то будет, а кто-то не будет считать приемлемой для портфеля пассивного инвестора. Нет никакого вреда от подобного разброса мнений. На деле это оказывает положительное влияние на практику инвестирования, поскольку позволяет использовать мягкие критерии выделения первичных и вторичных акций.

## 6. Портфельная политика для активного инвестора: недостатки

Активный инвестор должен начинать свою деятельность с того же самого, что и пассивный, т.е. распределить свои средства между высококачественными облигациями и высококачественными обыкновенными акциями, приобретенными по разумным ценам<sup>[74]</sup>. Его готовность к ревизии состава своего портфеля также должна опираться на прочный аналитический фундамент. Его деятельность достаточно трудно рассматривать с последовательной позиции, поскольку не существует единого или идеального шаблона активных операций. У активного инвестора достаточно широкое поле деятельности. При этом его выбор должен зависеть не только от компетенции и знаний, но в равной степени и от собственных интересов и предпочтений.

Дальнейший анализ деятельности активного инвестора покажет недостатки его портфельной политики. Итак, каков же его выбор?

Он отказывается от привилегированных акций высокого качества, предоставляя корпорациям право на их покупку. Он также избегает более низкокачественных облигаций и привилегированных акций, если только их нельзя купить очень выгодно — обычно по ценам минимум на 30% ниже номинальной стоимости для облигаций с высокими купонами и намного ниже для облигаций с низкими купонами<sup>[75]</sup>. Выпуски иностранных правительственных облигаций также будет приобретать кто-то другой, даже если их доходность окажется весьма привлекательной. Предприимчивый инвестор также будет относиться с подозрением ко всем новым выпускам ценных бумаг, включая конвертируемые облигации и привилегированные акции, которые кажутся довольно привлекательными, и к обыкновенным акциям с прекрасной доходностью в прошлом.

Инвестируя в облигации, активный инвестор поступает правильно, следуя примеру своего коллеги — пассивного инвестора. Он будет выбирать между высококачественными облагаемыми налогом облигациями с доходностью около 7,25% и безналоговыми облигациями хорошего качества с более длительными сроками погашения, доходность которых составляет 5,30%<sup>[76]</sup>.

## Второклассные облигации и привилегированные акции

С конца 1971 года появились первоклассные корпоративные облигации с доходностью 7,25% и даже выше, поэтому нет смысла покупать второклассные облигации просто из-за их более высокой доходности. Фактически корпорации с относительно более низким кредитным рейтингом столкнулись с тем, что невозможно было продать "простые облигации", к примеру неконвертируемые, участникам рынка на протяжении последних двух лет. Поэтому их долговое финансирование осуществлялось с помощью продажи конвертируемых облигаций (или облигаций вместе с варрантами), что выделило их в отдельную категорию. Из этого следует, что фактически все неконвертируемые облигации с низким рейтингом — это старые выпуски, которые продаются с большим дисконтом. За счет последнего инвестор имеет возможность получить значительную доходность при благоприятных будущих условиях — что в данном случае подразумевает комбинацию роста кредитного рейтинга и более низких процентных ставок.

Однако даже с учетом дисконта, дающего инвестору возможность заработать на разности номинала и текущей рыночной цены, с второклассными облигациями конкурировали облигации более высокого класса. Некоторые хорошо защищенные облигации со "старомодными" купонными ставками (от 2,5 до 4%) продавались по 50 центов за доллар в 1970 году. К примеру, облигации *American Telephone Telegraph* с купонной ставкой 2 5/8% и со сроком погашения в 1986 году продавались по 51 центу за доллар; облигации *Atchinson Topeka Santa Fe RR* с купонной ставкой 4% и со сроком погашения в 1995 году — по 51 центу за доллар; облигации *McGraw-Hill* с купонной ставкой 3 7/8% и со сроком погашения в 1992 году — по 50 1/2 цента за доллар.

Поэтому в условиях, сложившихся в конце 1971 года, активные инвесторы могли получить от операций с облигациями хорошего качества все, что только могли желать, т.е. как процентный доход, так и доход за счет разности номинала и текущих рыночных цен.

Как уже наверняка заметил читатель, анализируя фондовый рынок, мы исходим из того, что инвестор может столкнуться с таким его состоянием, которое уже имело место в прошлом. Следовательно, попробуем определить, какой политике следует придерживаться агрессивному инвестору по отношению к облигациям, если цены и ставки доходности

высококачественных облигаций вернутся к наблюдавшимся в более ранние периоды средним величинам. С этой целью вновь рассмотрим материалы по этой теме, опубликованные в издании 1965 года, когда доходность высококачественных облигаций достигала всего 4 1/2%.

Следует обратить внимание на операции с второклассными облигациями, доходность по которым может составить 8% и более. Главное различие между первоклассными и второклассными облигациями обычно заключается в значениях их коэффициентов покрытия процентов (Кпп), представляющих собой отношение прибыли к процентному доходу. Рассмотрим, например, облигации железнодорожной компании *St. Paul and Pacific* (Чикаго, Милуоки), с купонным процентом 5 и сроком погашения в 1968 году. В 1964 году доходность этих облигаций составила 7,35%. Однако Кпп в 1963 году равнялся только 1,5. Вспомним, что, согласно нашим рекомендациям, этот показатель должен быть равен 5 для хорошо защищенных выпусков облигаций железнодорожных компаний <sup>[77]</sup>.

Многие инвесторы покупают такого рода облигации, поскольку "хотят заработать" и не могут мириться с низкой доходностью высококлассных облигаций. Опыт безоговорочно подтверждает, что неразумно покупать облигации или привилегированные акции, которые не имеют соответствующей защиты, только из-за привлекательности их доходности <sup>[78]</sup>. (Здесь слово "только" предусматривает, что облигации не продаются с большим дисконтом, что дает возможность инвестору получить доход от прироста капитала.) Когда цена покупки таких облигаций не сильно отличается от их номинала (т.е. от 100%f), существует огромная вероятность того, что в скором будущем их котировки упадут. Если дела у компании идут неважно или же фондовый рынок переживает не лучшие времена, то это сразу же отражается на таких облигациях. Часто инвесторы сталкиваются с тем, что эмитенты приостанавливают выплату процентов или дивидендов, или же они видят, что существует угроза этим выплатам. Кроме того, часто снижается и курс этих ценных бумаг, хотя производственные результаты не столь плохи.

В качестве конкретной иллюстрации этой характеристики второклассных облигаций давайте рассмотрим поведение цен в группе из десяти доходных облигаций железнодорожных компаний на протяжении 1946-1947 годов. В эту группу входят облигации, которые продавались по 96 и выше в 1946 году. При этом их средняя цена составляла 102,5. В следующем, 1947, году средняя цена облигаций этой группы составляла лишь 68, что свидетельствовало о потере трети рыночной стоимости на

протяжении очень короткого периода времени. Довольно странно, но прибыли железнодорожных компаний страны в 1947 году были намного выше, чем в предыдущем. Следовательно, резкое падение цен облигаций не соответствовало реальной картине, присущей этому бизнесу, и отображало общую картину спада на фондовом рынке. Следует также отметить, что падение цен для этих доходных облигаций было в пропорциональном соотношении более значительным, чем по обыкновенным акциям, представленным в фондовом индексе Доу-Джонса (около 23%).

Очевидно, что инвестор, покупая облигации по цене выше 100, совсем не рассчитывал на то, что их цена будет расти и дальше. Единственной привлекательной характеристикой была процентная доходность, которая в среднем составляла 4,25% (по сравнению с 2,50% по облигациям первого класса преимущество составляло 1,75% годовой доходности). Последующие события слишком быстро и чересчур болезненно показали, что из-за незначительного преимущества покупатель этих второклассных облигаций рисковал потерять значительную часть своего капитала.

Рассмотренный пример позволяет обратить внимание на популярное заблуждение, называемое "бизнес-инвестиции". Оно связано с покупкой такого вида облигаций, доходность которых выше, чем у облигаций более высокого класса. При этом, естественно, значительно возрастает и риск. Нельзя назвать хорошим бизнес, при котором осознается возможность потери капитала в обмен всего лишь на 1 или 2% дополнительной годовой доходности.

Если вы хотите взять на себя определенный риск, то должны быть уверены в том, что при улучшении состояния фондового рынка произойдет действительно значительное увеличение номинальной стоимости. Поэтому облигации второго сорта с доходностью 5,5 или 6% в год, продаваемые по номиналу, почти всегда считаются плохим выбором. Эти же облигации при цене 70 будут более привлекательными — и если вы терпеливы, то, вероятно, сможете купить выбранные облигации при такой котировке.

Облигации второго класса и привилегированные акции обладают двумя противоречивыми характеристиками, о которых разумный инвестор должен всегда четко помнить. Практически все облигации падают в цене при плохом состоянии фондового рынка. В то же время их большая часть восстанавливает свои позиции при следующем улучшении ситуации на рынке, и облигации в конечном счете "обеспечивают нормальную доходность". Это справедливо даже для кумулятивных привилегированных акций, дивиденды по которым не выплачиваются на протяжении многих лет. В начале 1940-х годов вследствие длительной депрессии 1930-х годов



существовало большое количество таких акций. На протяжении послевоенного бума (1945-1947 годы) большинство этих накопленных дивидендов были полностью выплачены либо деньгами, либо новыми акциями. В результате хорошо заработали те инвесторы, кто купил данные ценные бумаги несколько лет назад, когда они были малопривлекательными и продавались по низким ценам [\[79\]](#).

Может оказаться и так, что в итоге более высокая доходность второклассных облигаций компенсирует убытки от потерь, связанных с падением их рыночной стоимости. Иными словами, инвестор, который приобрел такие ценные бумаги по ценам их выпуска, в долгосрочном периоде, возможно, преуспеет точно так же или даже больше, чем тот, кто ограничивает свою инвестиционную деятельность только облигациями первого класса [\[80\]](#).

Но с практической точки зрения этот вопрос, в общем-то, неуместен. Независимо от результата тот, кто приобретает облигации второго класса, будет ощущать озабоченность и дискомфорт при стремительном снижении их стоимости. Более того, он не может купить достаточно ценных бумаг для того, чтобы гарантировать себе "средний" результат, если он, конечно, не в состоянии направить большую часть своего дохода на компенсацию убытков от падения рыночных цен, который, как кажется, будет постоянным. И, в конце концов, просто здравым смыслом продиктован отказ от приобретения ценных бумаг по цене около 100, если длительный опыт свидетельствует о том, что их, скорее всего, можно будет купить по 70 или даже меньше в ходе последующего ослабления рынка.

### ***Иностранные облигации***

Все инвесторы даже при наличии незначительного опыта знают, что у иностранных облигаций, начиная с 1914 года, плохая инвестиционная история, что, конечно же, обусловлено последствиями двух мировых войн и вызванной ими всемирной депрессии беспрецедентных масштабов. Только через несколько лет после Второй мировой войны условия рынка стали достаточно благоприятными для продажи некоторых видов новых иностранных облигаций по ценам, примерно равным номинальной стоимости. Такой феномен отображает ход мыслей среднего инвестора — и

не только в отношении облигаций.

У нас нет достаточно веской причины волноваться о будущем таких стабильных облигаций, как облигации Австралии или Норвегии. Но мы точно знаем, что в случае возникновения проблем владелец иностранных обязательств не имеет прав или каких-либо других средств для защиты своих претензий. Те, кто приобрел 4,5%-ные облигации Республики Куба по цене 117 в 1953 году, стали свидетелями дефолта и в 1963 году продали их по 20. В этом году в листинге облигаций Нью-йоркской фондовой биржи также были представлены 5,25%-ные облигации Бельгийского Конго по 36, греческие 7%-ные по 30, различные польские облигации по 7. Сколько читателей имеют представление о перепитиях 8%-ных чехословацких облигаций со дня их первого предложения в 1922 году по 96,5? Они выросли до 112 в 1928 году, упали до 67,75 в 1932 году, вновь поднялись в цене в 1936 году, катастрофически упали до 6 в 1939, восстановили позиции (что кажется просто невероятным!) до 117 в 1946 году, опять упали до 35 в 1948 году и продавались всего лишь по цене 8 в 1970 году!

Следует вспомнить, что один из аргументов в пользу покупки облигаций других государств, который выдвигался в прошлом, заключался в том, что такая богатая страна, как США, морально обязана кредитовать другие страны. Радикальные социально-политические преобразования карты мира заставляют теперь американских инвесторов, соблазненных в свое время незначительными преимуществами в доходности, думать о том, как с минимальными убытками выйти из сложившейся ситуации. На протяжении многих лет мы пытались исследовать привлекательность такой инвестиционной политики с точки зрения покупателя. Возможно, сейчас следует добавить, что последний, как и его страна, получит выгоду в том случае, если не будет искать удачу за рубежом.

### ***Новые выпуски ценных бумаг: общая характеристика***

Реально ли делать какие-то общие выводы о новых выпусках ценных бумаг как об определенном классе, если диапазон их качества и привлекательности очень широк? Конечно же, существуют исключения из любого правила. Наши рекомендации состоят в том, что все инвесторы должны быть очень осторожны по отношению к этим выпускам — это просто говорит о необходимости тщательного изучения и проведения очень

строгих тестов перед покупкой бумаг.

Есть две причины для такого двойного предостережения. Первая состоит в том, что для продажи новых выпусков ценных бумаг прилагаются специальные усилия, чтобы преодолеть сопротивление рынка<sup>[81]</sup>. Вторая же заключается в том, что большинство новых выпусков продаются в "благоприятных условиях фондового рынка", т.е. благоприятных для продавца и соответственно менее привлекательных для покупателя.

Влияние этих факторов однозначно усиливается по мере того, как мы переходим от облигаций высокого качества к облигациям более низкого качества, а затем к операциям с обыкновенными акциями. В прошлом на рынке были проведены значительные по своему объему операции по досрочному выкупу облигаций высокого качества и их замене новыми выпусками более низкокачественных облигаций с более высокими купонами. Большинство из этих операций относилось к категории облигаций высокого качества и привилегированных акций. Покупателями, в основном, были финансовые институты, достаточно опытные и квалифицированные в защите своих интересов. Следовательно, новые предложения оценивались специалистами этих институтов с учетом того, чтобы соблюсти приемлемый уровень доходности. И усилия финансовых посредников, распространяющих новые выпуски облигаций, в этом случае оказывали незначительное влияние на результат. По мере того как процентные ставки падали все ниже и ниже, покупателям приходилось платить все более высокую цену за эти новые облигации, поэтому впоследствии рыночная стоимость многих из них значительно снизилась. Приведенный пример иллюстрирует стремление организаций к эмиссии новых выпусков ценных бумаг всех типов именно тогда, когда рыночные условия складываются наиболее благоприятно для продавцов. Но в случае с выпуском облигаций высокого качества подобное влияние для покупателя, скорее, не очень приятно, чем серьезно.

Несколько иная ситуация с облигациями низкого качества и акциями, которые продавались на протяжении 1945-1946 и 1960-1961 годов. В этом случае умение продавать влияло значительно, поскольку большинство этих выпусков ценных бумаг приобретали индивидуальные или неопытные инвесторы. Характерной чертой таких эмиссий было то, что предлагаемая цена не соответствовала оценке состояния компаний на протяжении достаточно длительного периода времени. В целом, они действительно выглядели достаточно безопасными, если предположить, что достигнутые значения рентабельности будут стабильными и в будущем. Инвестиционные банки, которые занимались их размещением на рынке,

вероятно, согласились с этим предположением, и их торговому персоналу не пришлось долго убеждать в этом ни себя, ни своих клиентов. Такой подход к инвестированию выглядит необоснованным.

"Бычий" рынок обычно характеризуется преобразованием большого количества частных фирм в открытые акционерные общества. Именно это происходило в 1945-1946 и в начале 1960-х годов. Процесс достиг затем небывалых размеров, что в результате привело к катастрофическому падению рынка в мае 1962 года. После нескольких лет трагикомедия опять, шаг за шагом, повторилась в 1967-1969 годах<sup>[82]</sup>.

### ***Новые выпуски обыкновенных акций***

Далее текст воспроизведен по изданию 1959 года без изменений. Добавлены лишь соответствующие комментарии.

**Текст издания 1959 года.** "Финансирование бизнеса компании с помощью обыкновенных акций возможно в двух различных формах. В компаниях, акции которых уже котируются на рынке, дополнительные акции предлагаются существующим акционерам пропорционально их долям в уставном капитале. Цена подписки на новые акции устанавливается ниже текущей рыночной цены, и "право" на подписку также имеет свою цену<sup>[83]</sup>. Продажа новых акций почти всегда проводится одним или более инвестиционными банками, но при этом предполагается, что все новые акции будут размещены в соответствии с ранее выписанными правами на их покупку. Следовательно, продажа дополнительного количества обыкновенных акций уже котирующихся компаний не обязательно приводит к активным усилиям по их продаже со стороны торговцев ценными бумагами.

Следующей формой является размещение среди инвесторов обыкновенных акций компаниями, которые раньше были закрытыми, частными фирмами. Большинство из этих акций продаются так, чтобы сохранить контроль прежних владельцев над компанией, привлечь денежные средства при благоприятном состоянии фондового рынка и диверсифицировать источники финансирования бизнеса. (Финансовые ресурсы, как уже отмечалось, можно привлекать также с помощью выпуска привилегированных акций.) Эти операции, принимая во внимание природу

рынков ценных бумаг, приводят к значительным потерям и разочарованиям инвесторов. Опасность возникает как из-за характера бизнеса компании, которая таким образом финансирует свою деятельность, так и под влиянием свойств фондового рынка, который делает возможным подобное финансирование.

В начале XX века большинство компаний, занимавших ведущие позиции в бизнесе, стали активно выходить на рынок с новыми выпусками своих акций. С течением времени количество предприятий-лидеров, остававшихся закрытыми, постоянно уменьшалось. К сожалению, на протяжении этого же периода среди индивидуальных инвесторов, приобретающих акции, прочно укоренились предпочтения в пользу первых компаний и предубеждения по отношению ко вторым. Эти предубеждения, как и многие другие, с укреплением "бычьего" рынка ослабевали. Большие и быстрые прибыли, приносимые обыкновенными акциями в целом, были достаточным аргументом для занижения критических оценок инвесторов и обострения их покупательских инстинктов. В этот же период довольно много частных компаний продемонстрировали прекрасные результаты, хотя большинство из них не имели очень уж впечатляющих показателей, если посмотреть данные, скажем, за десять лет или больше.

Изучение всех этих факторов приводит к следующим выводам. Где-то в середине "бычьего" рынка появляются первые выпуски открыто размещаемых обыкновенных акций. Цены акций привлекательные, и покупатели ранних выпусков получают большие прибыли. По мере дальнейшего роста фондового рынка подобные способы финансирования становятся более частыми; качество компаний неизменно ухудшается; цены на акции приближаются к чрезмерно завышенным значениям. Одна из характерных особенностей конечного этапа "бычьего" рынка состоит в том, что цена многих новых выпусков обыкновенных акций мелких и неизвестных компаний превышает текущий уровень цен акций компаний среднего размера с длительной историей котировки на фондовом рынке. (Следует добавить, что очень немногие из этих выпусков акций размещаются с помощью инвестиционных банков, входящих в число лидеров и имеющих хорошую репутацию<sup>[84]</sup>.)

Небрежность индивидуальных инвесторов и стремление торговцев ценными бумагами продавать все и по самым выгодным ценам могут привести только к одному результату — ценовому обвалу. Во многих случаях новые выпуски акций теряют 75% и даже больше от своей первоначальной цены. Ситуация усугубляется и тем, уже упоминавшимся фактом, что инвесторы предубеждены против большинства выпусков

мелких акций, которые покупаются с такой готовностью в подобные опасные моменты. Цена многих этих акций значительно падает — ровно на столько, на сколько она изначально была завышена.

Элементарное требование, которого должен придерживаться разумный инвестор, состоит в его способности противостоять натиску, которому он подвергается во времена наплыва IPO на "бычьем" рынке. Даже если среди выпусков акций можно найти один или два, которые пройдут строгие тесты на проверку качества и соответствия цены и внутренней стоимости, занятие такими операциями вряд ли можно приветствовать. Конечно же, торговец ценными бумагами будет обращать внимание инвестора на многие такие выпуски, рыночные котировки которых значительно выросли. Но все это — неотъемлемая часть спекулятивной атмосферы. Это легкие деньги. Вы счастливчик, если ваши убытки на каждый доллар, заработанный подобным способом, составят всего два доллара.

Некоторые из таких выпусков могут доказать впоследствии, что их стоит приобрести — через несколько лет, когда они никому не будут нужны и будут доступны по цене, которая составит лишь часть их истинной стоимости".

В издании 1965 года обсуждение этой темы было продолжено следующим образом.

**Текст издания 1965 года.** "Хотя поведение фондового рынка за период с 1949 года с трудом поддается анализу с использованием предыдущего опыта, размещение новых выпусков обыкновенных акций происходило в соответствии с давнишней практикой. Отметим тот факт, что вряд ли когда-то еще количество новых акций низкого качества выросло до такого размера и при таких ценовых обвалах, как в 1960-1962 годах [\[85\]](#). Способность фондового рынка быстро избавляться от подобной опасности все же феноменальна. Он заставляет нас опять вспоминать о неуязвимости, наблюдавшейся во время коллапса рынка недвижимости во Флориде в 1925 году.

Столкнемся ли мы опять с помешательством, связанным с новыми выпусками акций, до окончания текущего периода "бычьего" рынка? Но в чем мы действительно уверены, так это в том, что разумный инвестор не забудет того, что произошло в 1962 году, позволив тем самым другим "набить шишки", сначала быстро заработав деньги, а затем потеряв их".

После этих слов в нашем издании 1965 года мы цитировали "страшный пример" котировки акций корпорации *Aetna Maintenance* по цене 9 долл. в ноябре 1961 года. Как это обычно случается, в 1962 году цена акций значительно возросла — до 15 долл.; в следующем году упала

до 2 3/8 долл., а в 1964 году — до 7/8 долл. Дальнейшая история этой компании отображает странные метаморфозы, имевшие место в американском бизнесе, большом и малом, на протяжении последних лет. Любознательный читатель найдет старую и новую историю этого предприятия в Приложении 5.

Конечно же, нетрудно найти еще "более страшные" примеры из более поздних версий "той же старой истории", характерные для 1967-1970 годов. Самый яркий из них — история компаний AAA, которая была первой в справочнике *Standard Poor's Stock Guide*. В 1968 году ее акции продавались по цене 14 долл., затем резко поднялись до 28 долл., но в начале 1971 года уже котировались по цене 25 центов за акцию. (Однако даже эта цена свидетельствовала о значительной переоценке компании, поскольку она уже начала процедуру банкротства.) Еще предстоит узнать многое и по крупницам собрать важные предостережения, которые будут рассмотрены в главе 17.

## 7. Портфельная политика для активного инвестора: положительный аспект

Активный инвестор, согласно определению, прилагает значительные усилия и уделяет много внимания получению результатов, превосходящих средние значения. При обсуждении общих положений инвестиционной политики мы сделали некоторые допущения относительно *инвестиций в облигации*, которые касались, в основном, активного инвестора. В частности, его могут заинтересовать следующие возможности достижения более высокого уровня доходности от вложения своих средств.

1. Безналоговые облигации *New Housing Authority*, гарантированные правительством Соединенных Штатов Америки.

2. Облагаемые налогом, но высокодоходные облигации *New Community*, также гарантированные правительством США.

3. Беспроцентные промышленные облигации, эмитированные муниципалитетами, но обслуживание выплат по которым обеспечивается за счет лизинговых платежей корпораций.

Характеристики этих необычных видов облигаций более подробно рассмотрены в главе 4<sup>[86]</sup>.

Однако можно рассматривать облигации и низкого качества, которые доступны по настолько низким ценам, что сулят достаточно выгодный уровень доходности. Но они принадлежат к тем "особым частным случаям", когда уже стирается различие между облигациями и обыкновенными акциями<sup>[87]</sup>.

### *Операции с обыкновенными акциями*

Деятельность активного инвестора с обыкновенными акциями можно классифицировать следующим образом.

1. Приобретение акций по низким ценам и продажа их по высоким.
2. Приобретение тщательно отобранных "акций роста".
3. Приобретение недооцененных акций.



#### 4. "Особые случаи".

### ***Есть ли "надежная" формула для определения времени операций на рынке***

Возможности и ограничения политики выхода на рынок, когда он находится в состоянии депрессии и инвесторы покупают акции в преддверии предстоящего бума, будут рассмотрены в следующей главе. На протяжении многих лет в прошлом эта блестящая идея казалась и простой, и осуществимой (достаточно взглянуть на график, отражающий периодические колебания рынка). Как уже с сожалением отмечалось, колебания рынка на протяжении последних 20 лет нельзя описать с помощью каких-либо математических выкладок. Имевшие место колебания, даже самые незначительные, требовали специального таланта или "чувствования" рынка для того, чтобы инвестор мог извлечь выгоду из складывающихся условий. В этой книге мы не анализируем такое отношение к рынку, а разбираем разумный подход к инвестированию, на наличие которого у наших читателей очень рассчитываем. Операции, опирающиеся на подобные "навыки", следует исключить из списка изучаемых в книге подходов к работе на фондовом рынке.

Инвестирование по принципу "50:50", предложенный пассивному инвестору и детально рассмотренный в главе 4, — наилучшая схема для автоматического инвестирования, которую мы можем рекомендовать всем инвесторам в условиях 1972 года. При этом мы оставляем широкую свободу действий для инвестора, допуская колебания доли обыкновенных акций в его портфеле в пределах от 25 до 75%. Такой широкий диапазон отражает позицию конкретного инвестора относительно того, рассматривает ли он текущий уровень рыночных цен в качестве привлекательного или опасного.

Каких-нибудь 20 лет назад имело смысл подробно разбирать особенности многочисленных формул, с помощью которых можно было вычислить долю портфеля, отводимую обыкновенным акциям. При этом существовала уверенность в практической полезности подобных формул [88]. Однако времена изменились, и сейчас можно с полной ответственностью заявлять о *бесполезности* попыток определить цены для проведения операций по приобретению и продаже акций с помощью

подходов, господствовавших на рынке в 1949 году. Прошло слишком мало времени для того, чтобы мы могли предоставить инвесторам надежные оценки будущего состояния фондового рынка<sup>[89]</sup>.

### **Покупка "акций роста"**

Каждый инвестор хотел бы выбрать акции компаний, темпы роста прибыли которых на протяжении определенного периода времени будут выше, чем в среднем по рынку. "Акции роста" можно определить следующим образом: это акции, которые показали себя хорошо в прошлом и от них ожидается такое же поведение и в будущем<sup>[90]</sup>. Таким образом, кажется вполне логичным, что разумный инвестор будет уделять внимание поиску и отбору "акций роста". Однако фактически этот вопрос более сложен, что мы и попытаемся сейчас проиллюстрировать.

Определение компаний, акции которых приносили прибыль "выше среднего" в прошлом, — не что иное, как рутинная статистическая работа. Инвестор может получить список из 50 или 100 таких компаний у своего брокера<sup>[91]</sup>. Почему бы ему не выбрать просто 15 или 20 фирм, которые в этой группе выглядят наиболее привлекательно. И все — ему уже гарантирован прибыльный портфель акций?

Но на пути реализации этой простой идеи есть два препятствия. Первое состоит в том, что обыкновенные акции с хорошей историей и относительно хорошими перспективами, естественно, продаются по высоким ценам. Инвестор может быть прав относительно перспектив этих акций, но все же ему не удастся достаточно хорошо преуспеть по той простой причине, что он заплатил полную цену (или, вполне возможно, даже переплатил) за ожидаемые в будущем доходы.

Второе же препятствие состоит в том, что его предположение относительно будущего акций может оказаться ошибочным. Необычно быстрый рост прибыли компании не может быть постоянным. Если компания уже значительно расширила свою деятельность, то такой рост служит препятствием для повторения подобных достижений. В определенной точке кривая роста выравнивается и во многих случаях начинает снижаться.

Очевидно, что если инвестор ограничивается несколькими

выбранными компаниями, основываясь на прошлом опыте, то он, скорее всего, полагается на волю случая, так как дела у его акций могут пойти как вверх, так и вниз. Как же справедливо оценить результаты, которые можно получить с помощью "акций роста"? Мы думаем, что к рациональным выводам можно прийти, изучив результаты анализа инвестиционных фондов, специализирующихся на операциях с этими акциями. В авторитетном справочнике "Инвестиционные компании" (*Investment Companies*), который издается *Arthur Wiesenberger Company*, членом Нью-Йоркской фондовой биржи, рассчитываются ежегодные показатели результативности 120 таких "растущих инвестиционных фондов" на протяжении определенного периода времени. По 45 фондам данные покрывают период десять лет и больше. Средняя величина роста таких фондов (без учета размера фонда) составляет 108% для 1961-1970 годов по сравнению с ростом фондового индекса Standard Poor's на 105% и фондового индекса Доу-Джонса на 83% (табл. 7.1). На протяжении 1969 и 1970 годов большинство из 120 "фондов роста" характеризовалось более низкой доходностью, чем любой из этих фондовых индексов. В процессе дальнейших исследований были получены достаточно простые результаты. Вывод состоит в том, что вы не получите большие прибыли от формирования диверсифицированного портфеля с помощью инвестиций в "растущие компании" по сравнению с обыкновенными акциями в целом<sup>[92]</sup>.

Нет оснований думать, что обычный разумный инвестор, даже тот, кто активно занят этой деятельностью, на протяжении достаточно длительного периода времени может обеспечить более весомые результаты от приобретения "акций роста", чем инвестиционные компании, специализирующиеся в этой области. Можно с уверенностью сказать, что у последних больше опыта и аналитических возможностей, чем у вас. Соответственно разумному инвестору можно посоветовать не обременять себя проблемами выбора обыкновенных "акций роста"<sup>[93]</sup>. Эти акции легкоузнаваемы на рынке по отличным прогнозам. Значение их коэффициента P/E уже содержит поправку на эти прогнозы и потому превышает 20. (Для пассивного инвестора, на наш взгляд, предельное значение отношения цены покупки акций к средней прибыли на одну акцию за последние семь лет не может превышать 25. В большинстве случаев два критерия будут примерно эквивалентны<sup>[94]</sup>.)

Поразительной чертой "акций роста" как отдельной категории акций выступает тенденция к значительным колебаниям их курса. Это справедливо как для самых крупных компаний с длительной историей,

таких как *General Electric* и *International Business Machines*, так и для новых и меньших по размеру успешных компаний. Наш тезис подтверждается тем, что главной характеристикой фондового рынка с 1949 года стал искусственный ввод высокоспекулятивного элемента в оценку акций компаний, которые были наиболее успешными и благодаря этому имели высокий инвестиционный рейтинг. (Их финансовое положение лучше, и они платят самые низкие процентные ставки по своим займам.) "Инвестиционный калибр" таких компаний может не изменяться на протяжении длительного времени, но характеристики риска их акций будут зависеть от того, что происходит на фондовом рынке. Чем выше энтузиазм инвесторов по отношению к этим акциям и чем быстрее он растет по сравнению с фактическим ростом их доходности, тем рискованнее становятся инвестиции<sup>[95]</sup>.

Но читатель может спросить: "Правда, что действительно большие состояния на инвестициях в обыкновенные акции заработали те, кто купили их на первоначальном этапе развития компании, будучи уверенными в их прекрасных перспективах, и дождались того времени, когда их курс вырос в 100 раз и больше?" Ответ: "Да". Но приобретение большого состояния за счет акций только одной компании почти всегда возможно лишь для тех, кто тесно соприкасается с ней по работе или семейными связями и т.д. Именно эти обстоятельства оправдывают вложение людьми значительной части своих средств в одно дело и заставляют их удерживать акции вопреки всем превратностям, несмотря на неоднократный соблазн продать акции по все растущему курсу. Не имея столь тесного контакта с компанией, инвестор будет постоянно сталкиваться с вопросом, не слишком ли много своих средств он вложил в ее акции<sup>[96]</sup>. Любое падение курса — каким бы временным оно не оказалось в результате — подчеркивает эту проблему. И внутреннее, и внешнее давление будет вынуждать его продать акции сегодня и заработать хорошую прибыль, но все равно эта прибыль окажется весьма далекой от максимальной<sup>[97]</sup>.

**Таблица 7.1. Средние результаты деятельности "фондов роста" в 1961-1970 годах (%)**

<b>1 год 1970 год</b>	<b>5 лет 1966- 1970 годы</b>	<b>10 лет 1961-1970 годы</b>	<b>1970 Дивидендная доходность</b>
-------------------------------	----------------------------------	--------------------------------------	--

17 наиболее крупных

"фондов роста"	-7,5	+23,2	+ 121,1	2,3
106 самых мелких "фондов роста" — группа А	-17,7	+20,3	+ 102,1	1,6
38 самых мелких "фондов роста" — группа Б	-4,7	+23,2	106,7	1,4
15 фондов со словом "рост" в названии	-14,2	+ 13,8	+97,4	1,7
Фондовый индекс Standard Poor's composite	+3,5	+ 16,1	+ 104,7	3,4
Фондовый индекс Доу- Джонса	+8,7	+2,9	+83,0	3,7

### ***Три рекомендации для активного инвестора***

Чтобы получать от инвестиций отдачу выше средней на протяжении длительного времени, инвесторам в своей политике отбора акций или проведения операций с ними необходимо соблюдать следующие принципы. Во-первых, их деятельность должна отвечать хорошо обоснованным критериям реальности и рациональности инвестиций. Во-вторых, они должны проводить иную инвестиционную политику, чем та, которой придерживаются большинство инвесторов или спекулянтов. Наш опыт и результаты исследований дают основания рекомендовать три подхода к инвестированию, которые отвечают этим критериям. Они значительно отличаются друг от друга, и каждый из них может потребовать различных знаний и темперамента со стороны тех, кто будет их использовать.

### ***Относительно непопулярная большая компания***

Если мы исходим из того, что на фондовом рынке в порядке вещей

переоценивать обыкновенные акции, которые демонстрируют значительные показатели роста или привлекательны по какой-либо другой причине, вполне логично ожидать, что рынок будет недооценивать (хотя бы относительно) те компании, которые оказались "в немилости" из-за неблагоприятных факторов временного характера. Это утверждение может претендовать на статус фундаментального закона фондового рынка, опирающегося на консервативный и многообещающий инвестиционный подход.

Основным требованием в этом случае служит то, что активный инвестор концентрирует свое внимание на больших компаниях, которые не избалованы вниманием публики. И хотя мелкие компании тоже могут недооцениваться по аналогичным причинам и во многих случаях способны со временем увеличить свои прибыли и стоимость акций, инвестиции в них сопряжены с риском значительной потери доходности, а также продолжительного игнорирования со стороны рынка.

С этой точки зрения, большие компании, в отличие от остальных, имеют двойное преимущество. Во-первых, у них есть ресурсы в виде капитала и знаний, чтобы преодолеть неприятности и вновь стать прибыльными. Во-вторых, рынок готов быстро реагировать на любое улучшение их положения дел.

Подтверждение данных положений можно найти при изучении поведения цен на непопулярные акции, которые входят в состав фондового индекса Доу-Джонса, когда использовалась методика, основанная на соблюдении следующих допущений.

Исследователи предположили, что ежегодно приобретались акции шести или десяти компаний, входящих в состав фондового индекса Доу-Джонса, которые обладали самым низким коэффициентом P/E (исходя из прибыли текущего или предыдущего года). Их можно назвать "наиболее дешевыми" акциями в списке Доу-Джонса, и их дешевизна была очевидным свидетельством их относительной непопулярности среди инвесторов или трейдеров. Позже предполагалось, что эти акции будут продаваться в конце периода (длительностью один год или пять лет). Затем результаты этих инвестиций сравнивались с результатами либо фондового индекса Доу-Джонса в целом, либо же с группой акций, в которой соотношение "цена/прибыль" было самым высоким (например, с группой наиболее популярных акций).

Детальные данные позволяют проиллюстрировать результаты ежегодных операций в течение каждого из 53 лет рассматриваемого периода <sup>[98]</sup>. В более раннем периоде (1917-1933 годы) этот подход оказался

неприбыльным. Но начиная с 1933 года метод стал демонстрировать очень хорошие показатели. Результаты 34 тестов для одногодичных инвестиционных периодов (с 1937 по 1969 год), проведенных *Drexel Company* (сейчас *Drexel Firestone*)<sup>[99]</sup> позволили сделать следующие выводы. "Дешевые" акции лишь в трех случаях из 34 показали худший результат, чем фондовый индекс Доу-Джонса. В шести случаях результаты были примерно равными. Результат выше среднего уровня "дешевые" акции показывали 25 раз. В табл. 7.2 приведены обобщенные результаты анализа, демонстрирующие лучшие показатели для "дешевых" акций.

Расчеты компании *Drexel* показывают, что если бы мы в 1936 году купили "дешевые" акции на 10 тыс. долл. и затем каждый последующий год выбирали акции в соответствии с предложенной методикой, то в 1962 году у нас уже было бы 66,9 тыс. долл. Аналогичные операции с акциями с наиболее высоким значением коэффициента Р/Е, в итоге, принесли бы лишь 25,3 тыс. долл. Операции же со всеми 30 акциями из списка фондового индекса Доу-Джонса привели бы к увеличению изначальных инвестиций до 44 тыс. долларов<sup>[100]</sup>.

Концепция приобретения акций "непопулярных больших компаний" и ее практическая реализация для группы акций по описанной выше методике достаточно просты. Но при рассмотрении возможностей приобретения акций отдельных компаний иногда следует учитывать особые факторы, затрудняющие ее использование.

**Таблица 7.2. Среднегодовые темпы прироста доходности инвестиций для контрольных акций в 1937-1969 годах (%)**

Период	10 акций с низким коэффициентом "цена / прибыль"	10 акций с высоким коэффициентом "цена / прибыль"	30 акций фондового индекса Доу-Джонса
1937-1942	-2,2	-10,0	-6,3
1943-1947	17,3	8,3	14,9
1948-1952	16,4	4,6	9,9
1953-1957	20,9	10,0	13,7

1958-1962	10,2	-3,3	3,6
1963-1969 (8 лет)	8,0	4,6	4,0

Речь идет об акциях компаний, имеющих спекулятивную природу из-за широкого варьирования коэффициента EPS. В удачные годы они продаются по относительно высоким ценам и при относительно низком значении коэффициента EPS, и наоборот, в неудачные годы при высоком его значении — по низким ценам. Эти взаимосвязи рассмотрены в табл. 7.3 на примере акций корпорации *Chrysler*.

В данном случае участники рынка не только достаточно скептически относились к перспективам дальнейшего роста необычайно высоких показателей прибыли, но и не паниковали, если прибыль была маленькой или же совсем отсутствовала. (Обратите внимание на то, что по законам математики, если прибыль компании ничтожна, ее акции должны характеризоваться высоким значением коэффициента P/E.)

Однако следует иметь в виду, что такие характеристики акций *Chrysler* — исключение, они не типичны для акций, входящих в список Доу-Джонса, и следовательно, не могут сильно повлиять на наши тесты с расчетом доходности "дешевых" акций. Можно достаточно просто избежать включения такого рода аномальных акций в список компаний с низким значением коэффициента P/E, выдвинув в качестве предварительного условия требование, по которому цена акций также была относительно ниже среднего значения прибыли в прошлом (можно воспользоваться и каким-то другим аналогичным критерием отбора акций).

**Таблица 7.3. Акции компании *Chrysler*: курс акций и прибыль в 1952-1970 годах**

Год	Прибыль на одну акцию ( <i>Earnings Per Share</i> ) (долл.)	Низкая или высокая цена	Коэффициент P/E
1952	9,04	Высокая 98	10,8
1954	2,13	Низкая 56	26,2
1955	11,49	Высокая 101,5	8,8
1956	2,29	Низкая 52 (в 1957)	22,9



1957 13,75	Высокая 82	6,7
1958 (отср.) 3,88	Низкая 44 <sup>[101]</sup>	-
1968 24,92	Высокая 294	11,8
1970 отср.	Низкая 65	-

При написании этого материала мы проанализировали результаты описанной методики отбора акций с низкими значениями коэффициента из списка фондового индекса Доу-Джонса. Условия теста предусматривали предполагаемую покупку акций в конце 1968 года и их переоценку по состоянию на 30 июня 1971 года. На этот раз цифры нас разочаровали, поскольку свидетельствовали об убытках, которые мог понести инвестор, приобретя "дешевые" акции. И наоборот, мы увидели хорошую доходность инвестиций в акции с высоким коэффициентом Р/Е. Этот отрицательный пример не должен перечеркивать выводы, основанные на 30-летнем успешном эксперименте, но последние данные говорят о необходимости соблюдать определенную осторожность при применении описанной нами методики. Возможно, активным инвесторам и стоит использовать идею отбора акций для своего портфеля на основе низких значений коэффициента Р/Е, но все же следует учитывать и дополнительные собственные количественные и качественные критерии отбора.

### **Приобретение выгодных ценных бумаг**

К выгодным ценным бумагам относятся такие, цена которых (по итогам их анализа) выглядит заниженной по сравнению с их истинной стоимостью. Этот тип ценных бумаг включает в себя облигации и привилегированные акции, которые продаются по цене значительно ниже номинальной, а также обыкновенные акции. Чтобы не быть голословными, давайте предположим, что ценную бумагу в действительности нельзя отнести к "выгодным" приобретениям до тех пор, пока ее истинная стоимость не превышает ее цену минимум на 50%. Какого же рода анализ следует провести, чтобы убедиться в существовании столь значительного несоответствия между ценой и стоимостью? Как появляются в реальности выгодные ценные бумаги и какую выгоду может извлечь из этого инвестор?

Есть два теста, в соответствии с которыми можно определить выгодные обыкновенные акции. Первый — метод оценки, базирующийся, в основном, на оценке будущей прибыли, значение которой затем умножается на соответствующий коэффициент. Если получаемое в

результате число намного превышает рыночную цену — и если инвестор уверен в используемой методике, — он может отметить для себя акцию как выгодную. Второй — определение стоимости компании с точки зрения частного владельца. Она также определяется, в основном, с помощью расчета ожидаемой будущей прибыли — в этом случае результат может быть аналогичен предыдущему. Но во втором тесте больше внимания уделяется возможной цене реализации активов компании. При этом особое значение имеет величина оборотного капитала.

В условиях низких цен на фондовом рынке значительная часть обыкновенных акций — выгодные объекты для инвестиций. (Типичным примером служит компания *General Motors*, когда ее акции, продававшиеся в 1941 году по цене минимум 30 долл., в 1971 году стоили только 5 долл.; прибыль на акцию составляла более 4 долл., при этом 3,50 долл. или даже больше выплачивались в качестве дивидендов.) Да, текущий уровень прибыли и ближайшая перспектива могут быть мрачными, но хладнокровная оценка будущего способна указывать на недооцененность акций рынком. Таким образом, мудрость инвесторов, сохраняющих мужество при депрессивном состоянии фондового рынка, доказана не только опытом, но и аналитическим подходом к анализу стоимости акций.

Анализ показывает, что в настоящий момент ценовой уровень рынка акций таков, что позволяет найти много ценных бумаг, представляющих выгодные объекты для инвестиций. Отметим также, что рынок обожает делать из мухи слона, превращая рядовые проблемы компаний в повод для падения курсов их акций<sup>[102]</sup>. Даже простое отсутствие интереса или энтузиазма со стороны инвесторов может привести к падению курса до абсурдно низкого значения. С учетом сказанного определим две основных возможных причины недооценки: 1) текущие разочаровывающие результаты и 2) затяжное игнорирование или непопулярность.

Но все же ни один из рассмотренных факторов нельзя признать надежным основанием для того, чтобы инвестор мог выбирать обыкновенные акции. Как же убедиться в том, что текущие разочаровывающие результаты компании — всего лишь временные трудности? Приведем ряд примеров того, что происходит. Акции предприятий сталелитейной промышленности раньше были популярны благодаря качеству цикличности, и многие покупатели могли приобрести их дешевле, когда прибыли оказывались низкими, и продать в период бума, когда показатели прибыльности росли. Захватывающий пример представляет собой корпорация *Chrysler* (табл. 7.3). Если бы подобное поведение было *типичным* для акций с колеблющейся прибылью, то

зарабатывать деньги на фондовом рынке было бы чрезвычайно просто. К сожалению, можно привести множество примеров падения как EPS, так и цен акций, вслед за которыми не последовало возврата на исходные позиции. Один из них — компания *Anaconda Wire and Cable*, прибыль которой была высокой до 1956 года, когда курс акций составлял 85 долл. Затем на протяжении шести лет прибыль неравномерно снижалась, а курс акций упал до 23,5 долл. в 1962 году.

Множество подобных примеров свидетельствует о том, что инвестору нужно нечто большее, чем просто снизившиеся показатели цены и EPS, чтобы быть твердо уверенным в будущей выгодности своего приобретения. Ему следует убедиться в том, что самое меньшее на протяжении последних 10 лет прибыль компании была достаточно стабильной (или даже в отсутствии периодов убытка), а также в достаточном ее размере и финансовой мощи для противостояния возможным падениям курса в будущем. Идеальной в данной ситуации можно считать большую известную компанию, текущие значения курса которой и показатель EPS значительно ниже средних значений за определенный период в прошлом.

Если следовать этой методике, то мы вынуждены будем вычеркнуть из списка выгодных акции компаний типа *Chrysler*, поскольку падение их цен, в основном, сопровождается высокими значениями коэффициента P/E. Мы серьезно сомневаемся в том, что компании типа *Chrysler*, курс акций которых можно сравнить с американскими горками, подходят для инвестиций активного инвестора.

Мы упоминали о затянувшемся игнорировании, или непопулярности, акций у инвесторов, как о второй причине падения курса до чрезмерно низких уровней. Очередным примером подобного рода можно считать компанию *International Presto Industries*. На "бычьем" фондовом рынке 1968 года ее акции продавались по 45 долл., что всего лишь в восемь раз превышало прибыль в 5,61 долл. за этот год. Величина прибыли на одну акцию росла как в 1969, так и в 1970 году, но цена акции упала до 21 долл. в 1970 году. При этом значение коэффициента P/E не превышало 4.

Другим весьма поучительным примером подобного рода служит компания *Standard Oil of California*. В начале 1972 года ее акции продавались по той же цене, что и тринадцатью годами раньше, — 56 долл. за одну акцию. Прибыль компании была поразительно стабильной, с относительно небольшим ростом и всего единичным случаем незначительного падения за весь период. Балансовая стоимость компании равнялась рыночной стоимости. При столь консервативных благоприятных результатах на протяжении 1958-1971 годов средняя стоимость акций

компания за год никогда не превышала прибыль более чем в 15 раз. В начале 1972 года это соотношение равнялось примерно 10.

Третьим фактором чрезмерного снижения цены обыкновенных акций может стать неспособность фондового рынка распознать действительное положение дел в компании. Классический пример — компания *Northern Pacific Railway*, курс акций которой в 1946-1947 годах снизился с 36 до 13,5 долл. В 1947 году реальная прибыль составила около 10 долл. на акцию. Цена акции упала, главным образом, из-за установления дивидендов в размере 1 долл. Акции игнорировались инвесторами и потому, что реальная картина прибыльности ее операций была завуалирована специфическими для железнодорожных компаний методами ведения бухгалтерского учета.

К числу выгодных сделок относится также покупка обыкновенных акций, которые продаются по удельной цене, не превышающей величину чистого оборотного капитала после вычета всех соответствующих обязательств<sup>[103]</sup>. Это свидетельствует о том, что покупатель вообще ничего не будет платить за основной капитал — здания, машины и т.д. Стоимость очень немногих компаний падала в конечном счете ниже стоимости ее оборотного капитала, хотя отдельные примеры все же можно отыскать. Удивительным все же остается тот факт, что акции столь многих компаний были доступны инвесторам по выгодным ценам. Согласно данным за 1957 год, когда ценовой уровень фондового рынка был низким, таких обыкновенных акций было 150. В табл. 7.4 обобщены результаты (по состоянию на 31 декабря 1957 года) покупок акций тех 85 компаний из этого списка, сведения о которых представлены в *Monthly Stock Guide*, издаваемым рейтинговым агентством *Standard Poor's*. Купленные акции находились в составе портфеля инвестора на протяжении двух лет.

По случайному стечению обстоятельств, в конце этого периода общая цена всех отобранных акций приблизилась и даже превысила совокупную стоимость чистых оборотных средств всех компаний. Прирост рыночной стоимости всего портфеля, т.е. доходность инвестора от прироста капитала, составил за это время 75% по сравнению с 50% для фондового индекса *Standard Poor's 425 ^ industrials*. И еще примечательнее тот факт, что ни одна из акций существенно не потеряла в цене; курс семи из них не изменился и 78 показали довольно существенный прирост курса.

Наш опыт с выбором инвестиций подобного типа, т.е. на диверсифицированной основе, был хорош на протяжении многих лет, вплоть до 1957 года. Можно, конечно же, без колебаний утверждать, что это свидетельствует о безопасности и прибыльности данного метода извлечения преимуществ из операций с недооцененными акциями. Но все

же во время общего подъема рынка после 1957 года количество ситуаций, когда акции можно было рассматривать как недооцененные, существенно уменьшилось. К тому же многие из таких компаний были низкорентабельными или даже убыточными. Спад на фондовом рынке в 1969-1970 годах вновь способствовал появлению акций с ценой ниже стоимости оборотного капитала.

**Таблица 7.4. Прибыль от операций с недооцененными акциями в 1957-1959 годах**

<b>Рынок</b>	<b>Количество компаний</b>	<b>Общая чистая стоимость оборотных средств в расчете на одну акцию (долл.)</b>	<b>Общая цена на 31 декабря 1957года (долл.)</b>	<b>Общая цена на 31 декабря 1959 года (долл.)</b>
<i>Нью-йоркская фондовая биржа</i>	35	748	419	838
<i>Американская фондовая биржа</i>	25	495	289	492
<i>Фондовая биржа Среднего Запада</i>	5	163	87	141
<i>Внебиржевой рынок</i>	20	425	288	433
<b>Всего</b>	<b>85</b>	<b>1831</b>	<b>1083</b>	<b>1904</b>

***Выгодные акции компаний "второго уровня"***

Компания второго уровня — это компания, акции которой не входят в число лидеров какой-либо важной отрасли экономики. Как правило, речь идет об одной из небольших компаний в своей отрасли, которая, однако, может быть ведущей среди компаний "второго эшелона". Сразу же отметим, что любая компания, акции которой рассматриваются рынком как

"акции роста", не входит в число "второуровневых".

На "бычьем" фондовом рынке 1920-х годов имелось сравнительно небольшое различие между положением акций лидеров отрасли и акциями других компаний, сопоставимых с ними по размерам. Инвесторы считали, что компании среднего размера способны противостоять "штормам" фондового рынка и даже имеют больше шансов для своей экспансии, чем уже завоевавшие позиции лидеров. Великая депрессия 1931-1932 годов, естественно, отрицательно сказалась на позициях компаний, которые не были лидерами рынка ни по размеру, ни по стабильности своего бизнеса. С тех пор инвесторы предпочитают приобретать акции лидеров отрасли и соответственно в большинстве случаев утратили интерес к обыкновенным акциям компаний "второго эшелона". Это привело к тому, что акции компаний из этой группы продаются по заниженным, если принимать во внимание их прибыль и активы, ценам. Кроме того, это свидетельствует о том, что цены акций во многих случаях падают настолько низко, что становятся объектом выгодных инвестиций.

Когда инвесторы отказываются покупать акции "второуровневых" компаний, даже если они продаются по довольно низким ценам, значит, ими движет уверенность в тяжелом будущем таких фирм. Фактически, по крайней мере подсознательно, они констатируют, что *любая* цена слишком высока для них, поскольку такие компании обречены на угасание. Точно так же, с помощью теории дополнения, сформулированной в 1929 году, считалось, что "голубые фишки" подходят для инвестирования при любой цене, поскольку их будущие возможности роста безграничны. Оба этих подхода отличались преувеличенным вниманием к одной из сторон деятельности компании, что привело ко множеству серьезных инвестиционных ошибок.

На самом деле, типичная акционерная компания средних размеров является большой, если ее сравнивать со средним индивидуальным бизнесом. Нет веских причин утверждать, что такая компания, даже испытывая неблагоприятное воздействие тех или иных экономических факторов, не в состоянии обеспечить инвестору достаточный уровень доходности на вложенный капитал.

Этот краткий обзор свидетельствует о том, что отношение фондового рынка к акциям "второуровневых" компаний не всегда реалистично и в нормальных условиях приводит к их значительной недооценке. Как известно, период Второй мировой войны и послевоенное время оказались для мелких компаний более прибыльными, чем для крупных, поскольку в то время условия нормальной конкуренции не соблюдались и небольшие

фирмы смогли значительно расширить объемы продаж и повысить свою рентабельность. Таким образом, фондовый рынок 1946 года стал полной противоположностью довоенной картине.

В то время как фондовый индекс Доу-Джонса, формирующийся на основе акций компаний — лидеров фондового рынка, с конца 1938 по 1946 год вырос только на 40%, фондовый индекс Standard Poor's, объединяющий низкономинальные акции, на протяжении того же периода подскочил, как минимум, на 280%. Спекулянты и многие инвесторы, придерживающиеся собственных оригинальных инвестиционных принципов и обладающие короткой памятью, с огромным желанием скупали акции "второуровневых" компаний, не обращая внимание на взвинченные цены.

Естественно, что маятник качнулся в противоположную сторону. Категория "второуровневых акций", которая раньше предоставляла инвестору отличные возможности для заключения выгодных сделок, теперь дает огромное количество примеров чрезмерного энтузиазма и переоценки стоимости акций. Эта картина, с небольшими вариациями, повторилась в 1961 и 1968 годах. Тогда инвесторы увлеклись акциями компаний, расположенных уже ниже "второго эшелона", которые почти все занимались бизнесом в таких областях, как "электроника", "компьютеры", "франчайзинг" и т.п. [\[104\]](#)

Как и ожидалось, наступивший спад на фондовом рынке затронул именно эти переоцененные акции. В некоторых случаях максимальные колебания маятника могут приводить к значительной как недооценке, так и переоценке акций.

Если большинство акций "второуровневых" компаний обычно недооцениваются рынком, то что заставляет инвестора считать, что он сможет извлечь выгоду из этой ситуации? И если такое состояние недооценки акций рынком может продолжаться сколь угодно долго, то не означает ли это, что рыночные позиции инвестора, купившего "второуровневые" акции, не вырастут, оставшись на том же уровне?

Ответить на эти вопросы в данной ситуации достаточно сложно. Значительную прибыль от инвестиций в акции "второуровневых" компаний можно получить разными путями. Во-первых, их дивидендная доходность относительно высока. Во-вторых, величина реинвестированной прибыли также относительно высока по сравнению и с ценой акций, что, несомненно, повлияет в будущем на их курс. Эти факторы способны вызвать значительный рост курса тщательно отобранных акций (для пяти-, семилетнего инвестиционного периода). В-третьих, "бычий" фондовый рынок обычно более "щедр" к низкономинальным акциям, цену которых он

стремится довести до приемлемого уровня. В-четвертых, даже в неблагоприятные времена на рынке идет процесс роста курсов недооцененных акций до уровня, типичного для этого класса акций. В-пятых, если скептическое отношение рынка к таким акциям было связано с наличием каких-либо специфических негативных факторов (стилем руководства компании, производственной политикой и т.п.), то с их устранением настроение рынка может измениться к лучшему.

В последнее время на поведение курсов акций небольших компаний стал влиять и такой фактор, как их приобретение крупными корпорациями, происходящее, как правило, в рамках программы диверсификации бизнеса. В этом случае благоприятная реакция рынка также приводит к росту курса акций таких небольших компаний.

Когда процентные ставки были намного ниже уровня 1970 года, то в число выгодных ценных бумаг вошли облигации и привилегированные акции, продававшиеся со значительным дисконтом. В настоящее время даже хорошо обеспеченные облигации продаются с дисконтом, если их процентная ставка составляет 4,5% или даже меньше. К примеру, 2 5/8%-ные облигации *American Telephone Telegraph* с погашением в 1986 году продавались в 1970 году по 51, а 4,5%-ные облигации *Deere Co.* с погашением в 1983 году — по 62. Эти облигации могут оказаться выгодной инвестицией, если не будет падения рыночных процентных ставок.

К числу выгодных приобретений можно отнести и выпущенные в 1920-х или 1930-х годах первозакладные облигации железнодорожных компаний, которые сейчас испытывают серьезные финансовые проблемы. Однако сразу же отметим, что разобраться в ситуации с такого рода облигациями вряд ли под силу обычному неопытному инвестору. Ведь, не зная реальной стоимости облигаций компаний, действующих в достаточно специфическом бизнесе железнодорожных перевозок, он может серьезно обжечься. Однако, если принять во внимание, что на фондовом рынке есть признаки тенденции к повышению рыночной стоимости таких облигаций, можно попытаться найти действительно выгодные объекты в этой группе ценных бумаг. В 1939-1948 годах ее стоимость составляла порядка 1 млрд. долл. и в ней можно было найти множество недооцененных облигаций. Такие предложения были довольно редки с тех пор, но, похоже, они вернулись в 1970-е годы<sup>[105]</sup>.



Не так давно существовала область деятельности, инвестиции в которой могли практически гарантировать привлекательные уровни доходности тем, кто мог в ней сориентироваться. Это было справедливо по отношению к любой общей ситуации на фондовом рынке. Эта область не была "запретной зоной" для индивидуальных инвесторов. Некоторые из них, обладающие чутьем к подобным операциям, смогли изучить все лазейки и стать довольно искусными практиками, не затрачивая длительное время на обучение. Другие были достаточно проницательными, чтобы распознать всю важность этого подхода и пристроиться к сообразительным руководителям, которые управляли инвестиционными фондами, специализирующимися, в основном, на этих "особых случаях". Но в последние годы по причинам, которые будут рассмотрены далее, область "арбитражей и удачных сделок" стала более рискованной и менее прибыльной. Вполне возможно, что со временем условия в этой области опять станут благоприятнее. В любом случае стоит рассмотреть общие черты и происхождение этих операций на нескольких примерах.

Типичный пример "особого случая" связан с возможностями, появившимися вследствие возросшего количества покупок небольших компаний крупными по мере того, как последние начали диверсифицировать свой бизнес. Часто для крупной компании имеет смысл приобрести уже работающую организацию в той отрасли, в которую она хочет войти. Чтобы сделать такое приобретение возможным и получить согласие необходимого большинства акционеров более мелкой компании, почти всегда следует предложить цену, значительно превышающую текущую стоимость акций небольшой компании. Такие схемы способствуют возникновению довольно интересных возможностей для получения прибыли теми инвесторами, кто хорошо знает соответствующую отрасль и имеет достаточный опыт в проведении таких операций.

Не так давно значительные средства были заработаны инвесторами в результате приобретения облигаций железнодорожных компаний, находящихся на грани банкротства, — облигаций, которые, как они знали, будут стоить значительно больше, чем их нынешняя цена, в случае окончательной реорганизации железных дорог. После обнародования планов реорганизации на фондовом рынке появились "вновь размещенные" новые облигации. Они продавались по значительно более высокой цене, чем предыдущие выпуски, успешно замещаемые этими новыми бумагами. Конечно, существовала опасность недоведения до конца таких планов или

неожиданных отсрочек, но в целом такие "арбитражные операции" подтвердили свою высокую прибыльность.

Аналогичные возможности открывались перед инвесторами в ходе реорганизации компаний коммунального сектора согласно закону 1935 года. Стоимость почти всех компаний, ставших самостоятельными в результате проведенной реорганизации, увеличилась после их выделения из состава холдинга.

Определяющим фактором в этой ситуации служит тенденция фондового рынка к недооценке акций компаний, вовлеченных в сложные юридические процедуры. Старый лозунг Уолл-стрит гласит: "Никогда не покупай во время судебного процесса". Этот совет может быть разумным по отношению к спекулянтам, которые намерены осуществлять быстрые операции. Но следование этому принципу обычными инвесторами может ограничить открывающиеся перед ними выгодные перспективы, связанные с тем, что бытующее на фондовом рынке предубеждение против таких акций приводит к сильному падению их цен<sup>[106]</sup>.

Инвестиционные операции в рамках "особых случаев" требуют от инвестора особых умений и навыков. Вполне вероятно, что лишь незначительный процент активных инвесторов пожелает заняться подобной деятельностью. К тому же мы не ставили себе цель объяснить все сложности, которые возникают в таких ситуациях<sup>[107]</sup>.

### ***Расширенное применение наших инвестиционных правил***

Конкретные направления инвестиционной политики, принципы которой раскрываются на страницах этой книги, в первую очередь зависят от выбора инвестором либо оборонительной (пассивной), либо агрессивной (активной) роли. Активный инвестор должен обладать значительным (или хотя бы достаточным, чтобы можно было рассматривать его операции как самостоятельный вид бизнеса) объемом знаний по оценке ценных бумаг.

Необходимо четко понимать, что инвестор не имеет права на занятие промежуточной — между активной и пассивной — позиции. Многие, а возможно, и большинство инвесторов как раз и пытаются поступить подобным образом. На наш взгляд, такой компромисс чаще приводит к разочарованию в принятых решениях, чем способствует их гармонии.

Как инвестор, вы не можете стать "наполовину бизнесменом", стремясь выйти лишь на половину ожидаемого уровня доходности инвестированного капитала.

В большинстве своем инвесторы должны выбирать пассивную, оборонительную стратегию. Причин здесь несколько: у инвесторов нет времени или желаний; либо склад их ума не приспособлен для занятий инвестиционными операциями как отдельным, самостоятельным видом бизнеса. Таким образом, они должны довольствоваться той доходностью (и даже меньшей), которую могут сегодня получить благодаря пассивной инвестиционной политике. Им следует избегать периодически появляющегося соблазна увеличить свою доходность, свернув с протоптанной тропинки на другую.

Активный инвестор может начинать любые операции с ценными бумагами, для которых у него есть соответствующие навыки и которые кажутся ему достаточно рентабельными, *если исходить из принятых в инвестиционном бизнесе стандартов.*

В рекомендациях и предостережениях для этой группы инвесторов мы попытались использовать такие стандарты. В рекомендациях для пассивного инвестора мы в основном руководствовались тремя требованиями: безопасностью, простотой выбора и обещанием удовлетворительных результатов с точки зрения как психологии, так и математики. Использование таких критериев заставило нас исключить из рекомендуемых инвестиций несколько классов ценных бумаг, которые обычно считаются приемлемыми для многих видов инвесторов. Эти запреты были перечислены в главе 1.

Давайте подробнее рассмотрим, что входит в эти три исключения. Мы советовали не приобретать за "полную цену" такие три важные категории ценных бумаг: 1) иностранные облигации; 2) обыкновенные привилегированные акции и 3) обыкновенные акции компаний "второго эшелона". Под "полной ценой" мы подразумевали цены, приближенные к номинальной стоимости для облигаций и привилегированных акций, и цены, которые представляют реальную стоимость компании для обыкновенных акций. Большинство пассивных инвесторов должны избегать этих категорий ценных бумаг независимо от их цены. Предприимчивому же инвестору следует приобретать их только в том случае, если они доступны по выгодной цене. Выгодная цена составляет не более двух третей оценочной стоимости ценной бумаги.

Что произойдет, если все инвесторы в подобных случаях последуют нашему совету? Этот вопрос рассматривался в контексте иностранных

облигаций в главе 6, и нам больше нечего к этому добавить. Привилегированные акции инвестиционного уровня должны приобретаться только корпорациями, такими, например, как страховые компании, которые будут получать выгоду от особого статуса налогообложения прибыли по этим акциям.

Наиболее проблематичным результатом нашей политики исключения является область обыкновенных "второуровневых" акций. Поскольку большинство инвесторов относятся к категории пассивных, им не следует покупать эти ценные бумаги вообще, поэтому круг их вероятных покупателей жестко ограничен. Более того, если агрессивные инвесторы будут покупать акции только на выгодных условиях, то эти выпуски обречены на продажу по цене ниже реальной стоимости, за исключением того объема, который был приобретен необоснованно.

Все это может казаться серьезным и даже не вполне этичным. Честно говоря, мы просто пытаемся понять, что же фактически происходит в этой области на протяжении прошедших 40 лет. "Второуровневые" акции, в основном, действительно колеблются относительно некоего среднего значения, которое намного ниже их реальной стоимости. Они достигают этого значения и даже время от времени превышают его; но это происходит лишь на пике "бычьего" фондового рынка. Таким образом, мы исходим из того, что активный инвестор понимает, что курс акций "второуровневых" компаний на рынке занижен по сравнению с их истинной стоимостью.

Но все же в этом содержится парадокс. Акции средней, отобранной в соответствии с определенными правилами, компании из той или иной сферы бизнеса вполне могут быть такими же обещающими, как и акции компании — лидера в этой же области. И того, чего компании-среднячку не достает с точки зрения внутренней стабильности ее бизнеса, она может добиться благодаря возможностям роста. Многим читателям может показаться нелогичным называть "неразумным" приобретение таких "второуровневых" акций по их полной стоимости.

Мы полагаем, что наиболее сильным логическим аргументом служит опыт. История фондового рынка однозначно свидетельствует о том, что инвестор может ожидать удовлетворительных результатов от вложений в обыкновенные акции компаний из "второго эшелона" исключительно в том случае, если покупает их по цене ниже их реальной стоимости. Однако это правило справедливо и по отношению к обычному *внешнему* инвестору.

Если же инвестор руководит компанией или входит в число ее ведущих акционеров, то он вполне может позволить себе приобрести акции "своей" компании по таким ценам, которые отвечают ее истинной стоимости.

Различия в позиции и соответствующей инвестиционной политике внутренних и внешних инвесторов становятся весомее по мере утраты предприятием популярности. Базовой характеристикой компании-лидера считается то, что отдельная акция обычно стоит столько же, сколько и акция в контрольном пакете. Совсем иную картину мы видим в случае с акциями компаний-середнячков: здесь *средняя* рыночная цена отдельной акции существенно ниже ее цены в составе контрольного пакета акций. В связи с этим вопрос взаимоотношений между акционерами и менеджерами намного важнее для "второуровневой" компании по сравнению с компаниями-лидерами.

В конце главы 5 говорилось о сложности проведения четкой грани между основными и "второуровневыми" компаниями. Многие обыкновенные акции компаний, относящихся к такой пограничной области, могут представлять потенциально выгодные объекты для инвестиций. Для инвестора вполне логично приобрести такие акции даже при наличии *маленького* дисконта от их оценочной стоимости при условии, что они лишь незначительно отстают от акций лидирующей группы компаний и в не слишком отдаленной перспективе способны войти в эту группу.

Такое различие между акциями лидирующих и "второуровневых" компаний не должно быть слишком точным; поскольку при соблюдении точности незначительная разница в их инвестиционном качестве будет существенно влиять на разницу в обоснованной цене. Говоря это, мы признаем допустимость среднего уровня при классификации обыкновенных акций, хотя выступаем против такого подхода при классификации инвесторов. Причина такой частичной несогласованности в том, что некоторая неопределенность при рассмотрении отдельной акции не причинит вреда, поскольку такие случаи являются исключениями и не оказывают значительного влияния на общую картину. Но выбор инвестора между оборонительной и агрессивной стратегиями прямо влияет на его действия, и он не должен совершать ошибки или идти на компромиссы при принятии этого основополагающего решения.

## 8. Инвестор и колебания рынка

На протяжении всего периода владения высококачественными облигациями с относительно коротким сроком погашения — скажем, семь или меньше лет — изменения их рыночных цен не будут существенно влиять на позицию инвестора. Именно потому можно не уделять этому обстоятельству внимания. (То же самое касается и сберегательных облигаций правительства США, погасить которые можно в любой момент, вернув вложенные средства или даже больше.) Что же касается долгосрочных облигаций, то колебания рыночных цен на протяжении их жизненного цикла могут быть достаточно значительными. И, конечно же, на протяжении ряда лет не избежит колебаний рыночной стоимости и та часть инвестиционного портфеля, которая отведена под обыкновенные акции.

Инвестор должен знать о таких колебаниях и быть готовым к ним и финансово, и психологически. Инвестору присуще вполне нормальное желание заработать на колебаниях фондового рынка — как с помощью обычного роста курса акций с течением времени, так и с помощью купли-продажи ценных бумаг по выгодным ценам. С его стороны такой интерес неизбежен и вполне оправдан. Но естественное желание получить доход может иметь очень серьезные последствия в случае участия в спекулятивных операциях. Советовать удержаться от спекулятивной деятельности легко; гораздо тяжелее следовать этому совету. Давайте повторим сказанное в самом начале: если вы хотите спекулировать, делайте это с открытыми глазами, отдавая себе отчет в том что можете, в конце концов, потерять деньги; также будьте уверены, что вы достаточно жестко ограничили риск и четко отделили спекулятивные операции от инвестиционных.

Сначала мы разберемся с проблемами курсовых колебаний на рынке обыкновенных акций, а затем перейдем к облигациям. В главе 3 был дан исторический обзор состояния фондового рынка на протяжении XX века. В данной главе мы время от времени будем возвращаться к этому материалу, чтобы выяснить, может ли инвестор воспользоваться им — не важно идет речь об оценке долгосрочного портфеля (при условии неизменного владения им с учетом колебания курсов) или же о выборе времени купли-продажи акций исходя из динамики цен фондового рынка.

## **Колебания фондового рынка как руководство по принятию инвестиционных решений**

Поскольку цена обыкновенных акций (даже инвестиционного класса, не говоря о других) подвержена колебаниям, разумный инвестор должен быть заинтересован в том, чтобы получить прибыль, используя подобные ценовые колебания. Есть два способа, с помощью которых мы можем попытаться это сделать: *тайминг* и *ценовой*. Под таймингом мы понимаем стремление предвидеть колебания фондового рынка с тем, чтобы покупать или воздерживаться от продажи акций, если предполагается рост курса, и наоборот, — продавать или воздерживаться от покупки при ожидаемом снижении курса. Ценовой же способ использования инвестором рыночных колебаний для получения прибыли заключается в том, что он пытается покупать акции в то время, когда их цена устанавливается значительно ниже их истинной стоимости, и продавать тогда, когда их курс превышает истинную стоимость. Менее претенциозной формой ценового способа выступает достаточно простой анализ того, не переплачиваете ли вы слишком много за свои акции при их покупке. Этого бывает вполне достаточно для пассивного инвестора, намеревающегося владеть акциями на протяжении длительного времени. Это тот минимум, который необходим для проведения инвестиционных операций [\[108\]](#).

Мы убеждены, что любой ценовой способ инвестирования может принести разумному инвестору удовлетворительные результаты. Мы также уверены в том, что, отдав предпочтение таймингу с целью прогнозирования состояния фондового рынка, он, в конце концов, станет спекулянтом (с соответствующими финансовыми результатами). Подобное различие для неспециалиста может показаться незначительным. Также нельзя сказать, что его всецело поддерживают на Уолл-стрит. Тот факт, что и инвесторам, и спекулянтам следует уделять значительное внимание изучению прогнозов состояния фондового рынка, брокеры и инвестиционные службы воспринимают как один из неотъемлемых принципов инвестиционной практики или, возможно, даже как бескомпромиссное убеждение.

Чем дальше инвестор держится от Уолл-стрит, тем больше скептицизма он испытывает по поводу попыток прогнозировать состояние фондового рынка. Инвестор вряд ли может относиться серьезно к

многочисленным прогнозам, которые появляются практически ежедневно. Но все же во многих случаях он принимает их во внимание и даже действует в соответствии с ними. Почему? Потому, что он убежден: они важны для него, так как помогают сформировать его *некоторое* мнение относительно будущего уровня цен на фондовом рынке. К тому же он считает, что брокеры в большей степени, чем он, прислушиваются к такого рода прогнозам <sup>[109]</sup>.

Можно достаточно долго дискутировать об аргументах "за" и "против" составления прогнозов фондового рынка. В этой области многие инвесторы пытаются добиться успеха, и, конечно же, *некоторые* из них могут зарабатывать хорошие деньги благодаря своей способности анализировать ситуацию на фондовом рынке. Но было бы абсурдно думать, что *обычные инвесторы* могут добиваться прибыльности своих инвестиций на основе прогнозов.

Действительно, кто же из числа обычных инвесторов будет покупать акции, если все они, получив от рынка определенный сигнал, указывающий на его будущее состояние, начнут сразу же продавать свои бумаги, надеясь получить прибыль от этой операции? Если вы, читатель, надеетесь со временем разбогатеть, используя свои умения в области прогнозирования рынка, то должны попытаться превзойти в этом множество конкурентов, которые занимаются тем же. Нет никаких предпосылок — ни логических, ни практических — для того, чтобы считать обоснованными предположения о том, что какой-либо типичный или средний инвестор может предугадывать состояние фондового рынка удачнее, чем это делают другие его коллеги по фондовому рынку.

Есть еще один аспект в философии "тайминга", который, кажется, никто не учитывает. Тайминг имеет очень важное психологическое значение для спекулянта, поскольку последний хочет получить свою прибыль очень быстро. Идея подождать год, пока акции вырастут в цене, для него просто невыносима.

Для инвестора же необходимость подождать какое-то время вовсе не является удручающей. У него другие мотивы для инвестирования. Инвестор получит выгоду только в том случае, если, подождав какое-то время, сможет позже купить интересующие его акции по значительно *более низкой цене*, что компенсирует недополученные дивиденды. Таким образом, тайминг, если он не связан с ценовым способом, не представляет настоящей ценности для инвестора.

Интересно рассмотреть практические аспекты применения широко известной теории Доу (*Dow theory*), используемой для тайминга, т.е. для



определения времени покупки и продажи акций<sup>[110]</sup>. Напомним вкратце, что в основе метода торговли акциями, опирающегося на теорию Доу, лежит определение времени покупки акций на основании момента "прорыва" их курсом повышающегося среднего тренда, и аналогично — времени продажи акций, если происходит "прорыв" курсом снижающегося тренда. Теоретические расчеты свидетельствуют о том, что на протяжении почти всего очень длительного периода (с 1897 по 1960 год) использование этого метода приносило прибыль инвесторам. Исходя из этого ценность теории Доу представляется весьма высокой. И все же теория теорией, а как быть с практикой?

Более тщательное изучение имеющихся данных показывает, что с 1938 года, т.е. спустя несколько лет после начала серьезного использования теории Доу для работы на фондовом рынке, она стала приносить разочарование инвесторам. В актив рассматриваемого подхода следует отнести сигнал к продаже акций при значении фондового индекса 306 за месяц до начала краха 1929 года. Но с 1938 года ситуация изменилась: приверженцы теории Доу, в основном, продавали акции по вполне приемлемым ценам, но потом вынуждены были вновь приобретать их по более высокому курсу. Анализ показывает, что на протяжении следующих 30 лет гораздо большую доходность принесли бы простые операции по покупке и владению акциями, которые входят в список фондового индекса Доу-Джонса<sup>[111]</sup>.

С нашей точки зрения, основанной на тщательном изучении результатов практического использования этой теории, их ухудшение отнюдь не случайно. Оно связано с сущностью методик (формул), используемых в сфере бизнеса и финансов для прогнозирования и проведения торговых операций с ценными бумагами. Сначала, по мере того как практика подтверждает эффективность использования этих методик на протяжении определенного периода времени или в отдельных случаях, количество их сторонников растет. Но по мере того как растет широта использования данных методов, их надежность снижается. Это происходит, во-первых, потому, что с течением времени появляются новые факторы, действие которых не учитывается в старых формулах. Во-вторых, если на фондовом рынке какая-либо торговая методика становится популярной, то посредством влияния на поведение участников рынка это, в конце концов, приводит к падению ее эффективности. (Нам также представляется, что популярность торговых методик типа теории Доу объясняется и тем, что участники рынка, массово покупая или продавая акции согласно ее

рекомендациям, могут повлиять на рост или снижение курсов этих ценных бумаг. Мы считаем, что такие "стихийные" массовые действия инвесторов намного опаснее для них, чем преимущества торговых методик.)

### *Подход "покупай дешево — продавай дорого"*

Мы убеждены в том, что обычный инвестор не может эффективно применять для своих целей методику прогнозирования движения курсов акций. Может ли он получить выгоду от этих изменений, когда они уже произошли, — например, покупая после каждого значительного спада или продавая после каждого значительного подъема? Колебания курсов акций на протяжении многих лет, вплоть до 1950 года, служили подтверждением этому, можно сказать, в соответствии с классическим определением: "Сообразительный инвестор — это инвестор, который покупает на "медвежьем" рынке по низким ценам, когда все продают, и продает на "бычьем" рынке по высоким ценам, когда все покупают". Если внимательно рассмотреть график на рис. 3.1, где показаны колебания фондового индекса Standard Poor's с 1900 по 1970 год, и изучить данные табл. 3.1, можно четко проследить справедливость этого подхода и для относительно недавнего времени.

С 1897 по 1949 год было отмечено 10 полных циклов фондового рынка, при которых движение происходило от низких цен к высоким и затем опять к низким. Длительность шести из этих циклов не превышала четырех лет, четыре длились от шести до семи лет и один — известный под названием "новая эра" (1921-1932 годы) — длился 11 лет. Рост цен от низкого уровня до высокого колебался от 44 до 500%, для большинства циклов он составил от 50 до 100%. Соответствующие значения спада колебались от 24 до 89%, и для большинства циклов он составил от 40 до 50%. (Следует помнить, что спад на 50% полностью сводит на нет предыдущий рост на 100%.)

Практически все периоды, когда наблюдалась тенденция к повышению цен ("бычьи" рынки), характеризовались рядом четких признаков: 1) выход на более высокий ценовой уровень; 2) высокое значение коэффициентов P/E; 3) низкий уровень дивидендной доходности по сравнению с доходностью облигаций; 4) крупные объемы спекулятивных маржинальных сделок и 5) большое количество новых эмиссий обыкновенных акций

низкого качества. Таким образом, любому студенту, изучающему историю фондового рынка, понятно, что разумный инвестор должен научиться распознавать повторяющиеся "бычьи" и "медвежьи" рынки для того, чтобы покупать по низким ценам и продавать по высоким, и делать это в основном на протяжении коротких промежутков времени. Для определения ценовых уровней, пригодных для купли-продажи, разработано множество методов, использующих либо изменение стоимости, либо процентные колебания цен, либо же оба этих метода вместе.

Но следует отметить, что еще до беспрецедентного "бычьего" рынка, период которого начался в 1949 году, в последовательных циклах фондового рынка также отмечались значительные ценовые колебания, которые затрудняли, а иногда даже делали невозможными покупку акций по низким ценам и продажу их по высоким. Наиболее заметным из них, конечно же, был "бычий" рынок конца 1920-х годов, поведение которого просто уничтожило все расчеты инвесторов<sup>[112]</sup>. Даже в 1949 году все еще существовала убежденность в том, что инвестор может строить свою финансовую политику и методы торговли, опираясь, в основном, на намерения покупать акции по низким ценам на "медвежьем" рынке и продавать по высоким на "бычьем".

Представляется, что справедливо противоположное правило относительно того, когда следует покупать и продавать акции. Практика показала, что поведение фондового рынка за последние 20 лет не отвечало прежним его моделям. Это выразилось в том, что инвесторы больше не могли доверять хорошо проверенным сигналам о приближении опасных времен. Они больше не могли зарабатывать, руководствуясь простым правилом: покупать акции на "медвежьем" рынке и продавать их на "бычьем".

Мы не знаем, вернутся ли когда-нибудь старые, правильно чередующиеся "медвежьи" и "бычьи" модели поведения рынка, но считаем, что сегодня инвестор не может действовать на рынке, опираясь на классическую формулу: ожидать очевидных признаков наступления "медвежьего" рынка для того, чтобы приобрести *любые* обыкновенные акции. Мы рекомендуем придерживаться следующей инвестиционной политики: варьировать *пропорции* обыкновенных акций и облигаций в портфеле в соответствии с тем, считаете ли вы их курс привлекательным исходя из оценки истинной стоимости акций<sup>[113]</sup>.

В первые годы роста фондового рынка, начавшегося в 1949-1950 годах, большой интерес у инвесторов вызывали различные методы проведения прибыльных операций, использовавшие циклический характер движения рынка акций. Эти методы известны как "инвестиционно-расчетные схемы" (formula investment plans). Их сущность — за исключением простой модели усредненного инвестирования — состоит в том, что инвестор автоматически продает *определенное* количество акций при условии значительного роста рынка. Многие из этих схем предусматривают продажу всех обыкновенных акций из портфеля инвестора при очень значительном росте рынка. Другие же предполагают сохранять минимальную долю акций активов в любых обстоятельствах.

Такой подход казался вполне обоснованным. Во-первых, он выглядел логичным и консервативным. Во-вторых, его наложение на ретроспективный ход развития фондового рынка в течение многих лет демонстрировало прекрасные результаты. К сожалению, популярность инвестиционно-расчетных схем усиливалась именно в периоды наиболее низкой их эффективности. Многие из тех, кто использовал в своей деятельности подобные "инвестиционные схемы", в середине 1950-х годов обнаружили, что они практически полностью избавились от своих акций. Действительно, эти инвесторы в свое время заработали немалую прибыль, но затем выяснилось, что фондовый рынок просто-напросто "убежал" от них, так как "инвестиционные схемы" давали незначительный шанс на восстановление прежних позиций акций в инвестиционных портфелях<sup>[114]</sup>.

Подобный опыт был и у тех, кто пытался использовать инвестиционно-расчетные схемы в начале 1950-х годов, и тех, кто был увлечен чисто механической версией теории Доу еще двадцатью годами раньше. В обоих случаях пик популярности рассматриваемых подходов в точности отмечал тот момент, когда они переставали приносить хорошие результаты.

Аналогичное разочарование испытали и мы, когда перестал приносить ожидаемые результаты наш собственный "метод центральной стоимости" (central value method), использующий динамику индекса Доу-Джонса для определения уровней цен, пригодных для купли-продажи акций. Мораль всего этого состоит в том, что любой подход к прибыльной работе на фондовом рынке, который достаточно прост и может использоваться

многими, оказывается слишком простым и легким для того, чтобы оправдывать себя на протяжении длительного времени<sup>[115]</sup>. В практике Уолл-стрит, как и в философии, можно с успехом использовать одно из высказываний Спинозы: "Все неповторимое настолько же трудно, насколько и редко".

### ***Рыночные колебания стоимости портфеля инвестора***

Каждый инвестор, имеющий в своем портфеле обыкновенные акции, должен быть готов к тому, что их стоимость будет колебаться. Учитывая поведение фондового индекса Доу-Джонса после последнего издания книги в 1964 году, можно достаточно хорошо представить динамику рыночной стоимости акций в портфеле консервативного инвестора. Мы исходим из того, что в его портфель входят акции только крупных известных корпораций с консервативным финансированием. Их общая стоимость увеличилась в среднем с 890 до 995 в 1966 году (и снова снизилась до 985 в 1968 году), упала до 631 в 1970 году и вышла на уровень 940 в начале 1971 года. (Поскольку акции отдельных компаний достигают своих самых высоких и самых низких позиций в разные периоды, размах колебаний индекса в целом будет менее серьезным, чем для отдельных его компонентов.) Мы исследовали колебания цен для других типов диверсифицированных и консервативных портфелей обыкновенных акций и пришли к выводу, что в целом результаты не особо отличаются от представленных ранее. Стоимость акций "второуровневых компаний"<sup>[116]</sup> изменяется значительно сильнее, чем акций компаний-лидеров, но это не обязательно свидетельствует о том, что акции более мелких компаний с прочным финансовым положением, включенные в портфель инвестора, будут показывать более низкие результаты на протяжении довольно длительного периода. Мы исходим из того, что инвестору следует осознать не просто некую абстрактную возможность, но и вполне реальную вероятность того, что в течение ближайших пяти лет цены большинства из его акций могут вырасти, допустим, на более чем 50% по сравнению со своими самыми низкими значениями и снизиться на треть или больше по сравнению со своими самыми высокими значениями<sup>[117]</sup>.

Понятно, что серьезный инвестор, скорее всего, не поверит в то, что

ежедневные или ежемесячные колебания фондового рынка делают его богаче или беднее. Но что можно сказать о долгосрочном периоде или о более широком размахе колебаний? Это уже практические вопросы, которые также связаны и с серьезными психологическими проблемами.

Значительный рост фондового рынка, безусловно, способствует удовлетворенности инвестора. Одновременно он может вызвать и сильное искушение предпринять неблагоприятные действия. Ваши акции выросли в цене — и это прекрасно! Вы стали богаче, чем были, — прекрасно! Но стала ли их цена *слишком* высокой и должны ли вы думать об их продаже? Следует ли вам казнить себя за то, что вы не купили больше акций тогда, когда их курс был низким? Или — что хуже всего — стоит ли вам полностью проникнуться настроением "бычьего" рынка, заразиться энтузиазмом, чрезмерной уверенностью и жадностью толпы (частью которой, в конце концов, являетесь и вы) и позволить вовлечь себя в более опасные сделки? Ответом на последний вопрос будет уверенное "нет", но даже разумному инвестору на практике нужно обладать огромной силой воли, чтобы не поддаться стадному инстинкту.

Именно эти факторы, т.е. особенности человеческой психики, выступают главной причиной того, что мы предпочитаем использовать какой-либо механический способ выбора пропорции между облигациями и акциями в инвестиционном портфеле. Возможно, главное преимущество связано с тем, что наличие той или иной формулы служит для инвестора определенным руководством к действию. Если цены на фондовом рынке растут, инвестор время от времени будет продавать свои акции, вкладывая полученные средства в облигации; если они падают — процедура будет обратной. Такие действия станут своего рода отдушиной для выхода его энергии. Если инвестор "правильный", он будет получать дополнительное удовольствие при мысли, что его операции абсолютно противоположны действиям толпы<sup>[118]</sup>.

### **Оценка акций: с позиций бизнесмена-совладельца и фондового рынка**

Теперь давайте взглянем на состояние дел инвестора с его позиции как одного из совладельцев компании. Владелец популярных акций фактически имеет двойной статус и соответственно привилегию извлекать выгоду из своего положения. С одной стороны, его статус аналогичен статусу

миноритарных акционеров или пассивных партнеров в компании с ограниченной ответственностью. В этом случае стоимость принадлежащей ему доли в капитале компании полностью зависит от ее прибыли или изменения стоимости ее активов. Для ее вычисления он просто подсчитывает стоимость принадлежащей ему доли в чистых активах компании исходя из их последних балансовых значений.

С другой стороны, как инвестор он владеет обыкновенным листом бумаги — сертификатом акции, который может быть продан в течение нескольких минут по цене, устанавливаемой на фондовой бирже. Причем часто по цене, которая намного отличается от балансовой стоимости акций<sup>[119]</sup>.

Развитие фондового рынка на протяжении последних десятилетий сделало позицию типичного инвестора более зависимой от рыночных котировок, но при этом он стал в меньшей степени чувствовать себя совладельцем компании. Причина состоит в том, что акции успешных компаний, которые инвестор хотел бы видеть в своем портфеле, чаще всего продаются по цене, значительно превышающей их балансовую стоимость. Выплачивая за них подобную рыночную премию, инвестор фактически становится заложником фондового рынка, надеясь, что последний подтвердит обоснованность его вложений<sup>[120]</sup>.

Это обстоятельство заслуживает особого внимания в сегодняшних условиях. Однако ему уделяется меньше внимания, чем необходимо. Дело в том, что структура котировок акций на фондовом рынке содержит внутренние противоречия. Чем эффективнее работала компания в прошлом и чем лучше ее прогнозы, тем меньше цена акции компании привязана к ее балансовой стоимости. Но чем больше рыночная премия (разность между курсом акции и ее балансовой стоимостью), тем меньше цена акции опирается на внутреннюю стоимость компании и тем больше ее курс будет зависеть от настроения фондового рынка.

Таким образом, мы пришли к парадоксу: чем успешнее компания, тем большими могут быть колебания курса ее акций. Это говорит о том, что в действительности, чем выше качество акций, тем более *спекулятивными* они могут быть — по крайней мере, по сравнению с акциями худшего инвестиционного качества<sup>[121]</sup>. (Отметим, что мы анализируем акции компаний — лидеров фондового рынка.)

Сделанные нами выкладки должны объяснять неустойчивость курса акций большинства успешных компаний. Нашим любимым примером является поистине "королевская" компания — *International Business*

*Machines*. Стоимость ее акций на протяжении семи месяцев в 1962-1963 годов упала с 607 до 300, а после дробления акций в 1970 году их курс упал с 987 до 219. Аналогично стоимость акции компании *Xerox*, прибыль которой была даже более впечатляющей на протяжении последнего десятилетия, снизилась с 171 до 87 в 1962-1963 годах и со 116 до 65 - в 1970 году.

Эти два примера падения курса акций ни в коем случае не говорят о каких-либо сомнениях относительно долгосрочного роста акций компании *IBM* или *Xerox*. Здесь мы имеем дело с недостаточной уверенностью участников рынка в справедливости величины рыночной премии, которую рынок назначил за эти акции, учитывая их блестящее будущее.

Проведенный анализ приводит нас к практическому выводу, которому должен следовать консервативный инвестор, вкладывающий свои средства в обыкновенные акции. Если он готов затратить некоторые усилия для отбора акций в свой портфель, то наилучшим вариантом для него будет сконцентрироваться на покупке тех акций, которые продаются по цене, близкой к их балансовой стоимости. Для конкретизации нашего тезиса допустим, что цена акции не больше чем на треть превышает ее балансовую стоимость. Покупку акций при таких (или еще ниже) ценовых уровнях можно рассматривать как их приобретение с ориентацией на балансовую стоимость. При этом действия инвестора можно считать независимыми от рыночных колебаний. Рыночная премия сверх балансовой стоимости акций может рассматриваться как своего рода дополнительная плата за преимущество, связанное с котированием акций на фондовой бирже и с обусловленным им наличием рынка купли-продажи этих акций.

Дальше следует сделать одно замечание. Акции не становятся привлекательным объектом для инвестиций только потому, что их можно купить по цене, незначительно отличающейся от их балансовой стоимости. Для инвестора также важны удовлетворительное значение коэффициента  $P/E$ , достаточно сильное финансовое положение компании и уверенность в том, что она останется прибыльной и в будущем. Такие ожидания могут показаться завышенными для акций, приобретаемым по столь невысоким ценам, но эти условия не слишком сложно выполнить практически при всех, за исключением опасных, состояниях фондового рынка. Если инвестор отбросит один из критериев, в частности прекрасные прогнозы будущего компании (например, темпы роста прибыли, превышающие средние), то у него не будет трудностей с выбором акций, отвечающих таким требованиям.



В главах, посвященных процессу выбора обыкновенных акций (главы 14 и 15), представлена информация, на основании которой можно сделать вывод, что в конце 1970 года более половины акций из состава фондового индекса Доу-Джонса отвечали нашему критерию выбора акций "цена акции-балансо-вая стоимость" (критерий ЦА-БС). Наиболее популярные акции компании *American Tel. Tel.* фактически продаются по цене ниже своей балансовой стоимости. Большинство акций компаний из сферы электроэнергетики, в дополнение к своим преимуществам, доступны сейчас (в начале 1972 года) по ценам, близким к своей балансовой стоимости.

Инвестор, портфель акций которого сформирован подобным образом, может позволить себе иметь более свободный и объективный взгляд на колебания фондового рынка, чем те, кто купил акции по ценам, намного превышающим их балансовую стоимость (что видно из высоких значений коэффициентов Р/Е и Р/ВА). Поэтому, если прибыльность акций (EPS) его удовлетворяет, он может не обращать внимание на капризы фондового рынка. Более того, он вполне может принять участие в искусной игре на фондовом рынке, выбирая моменты для того, чтобы купить дешево и продать дорого.

### **Пример. Компания А.Р.**

Рассмотрим один из оригинальных и можно сказать, исторических примеров, в котором много привлекательного для нас корпоративного и инвестиционного опыта. Речь идет о компании *Great Atlantic Pacific Tea Co (AP)*.

Акции компании *AP* появились в листинге фондовой биржи *Curb* (сейчас — Американская фондовая биржа, *American Stock Exchange*) в 1929 году, выйдя в том же году на отметку 494 долл. за одну акцию. На протяжении 1932 года их курс снизился до 104, хотя прибыль компании не изменилась (вспомним о том, каким ужасным был этот год для американской экономики). В 1936 году курс колебался в диапазоне 111-131. Затем, в 1938 году, общий спад в экономике и "медвежья" тенденции фондового рынка довели цену акций до 36 долл. за одну акцию.

Это необычная цена. Давайте разберемся в том, в чем же заключается ее необычность. Подсчитав совокупную рыночную стоимость всех

привилегированных и обыкновенных акций компании, мы увидим, что она составляет 126 млн. долл. При этом из финансовой отчетности компании видно, что только ее денежные средства достигают 85 млн. долл., а весь оборотный капитал — 134 млн. долл.

Компания *AP* была самой крупной в сфере розничной торговли не только США, но и во всем мире, бизнес которой на протяжении многих лет отличался высокой прибыльностью. Тем не менее в 1938 году Уолл-стрит оценивала эту успешную компанию ниже стоимости оборотных средств, т.е. меньше, чем можно было выручить при ее ликвидации. В чем же причина?

Участники фондового рынка учитывали следующие факторы. Во-первых, существовала реальная угроза введения специального налога на прибыль розничных сетей. Во-вторых, чистая прибыль компании сократилась в предыдущем году. В-третьих, фондовый рынок находился в состоянии депрессии. Анализ показывает, что значение первого из рассмотренных факторов преувеличивалось, а два остальных имели временное влияние.

Давайте представим, что инвестор купил обыкновенные акции *AP* в 1937 году по цене, допустим, в 12 раз превышающей ее среднегодовую прибыль за пять предшествующих лет, т.е. примерно за 80 долл. Мы далеки от мысли, что последующее снижение цены до 36 долл. не имело для него никакого значения. Со всех сторон на инвестора посыпались советы тщательно изучить складывающуюся картину и проверить, не допустил ли он ошибку, купив эти акции. Однако проведенный им анализ принес вполне обнадеживающие результаты, поэтому инвестору следовало не обращать внимание на спад на фондовом рынке, относясь к нему как к временному фактору. Если же у него были средства и он хотел воспользоваться сложившейся ситуацией, то вполне мог купить дополнительное количество акций по столь выгодному курсу.

### ***Продолжение истории и некоторые размышления***

В следующем, 1939 году, курс акций компании *AP* увеличился до 117,5, что в три раза превышало самую низкую цену 1938 года и было значительно выше среднего уровня 1937 года. Такие колебания курса, конечно же, необычны для обыкновенных акций. Но в случае с акциями *A*

*P* они оказались еще поразительнее. После 1949 года курс акций *A P* продолжал, как и весь фондовый рынок, расти. В 1961 году, с учетом дробления акций (10 к 1), их цена составила 70,5, что эквивалентно 705 для акций образца 1938 года.

Цена 70,5 была значительной, если учитывать тот факт, что в 1961 году она в 30 раз превышала прибыль. Такое высокое значение коэффициента *P/E* (с учетом, что для фондового индекса Доу-Джонса в этом году значение *P/E* составляло 23) должно свидетельствовать об ожидании участниками рынка серьезного роста прибыли. Столь высокие оптимистические ожидания (если принимать во внимание то, как развивались дела у компании в прошлом) оказались безосновательными. Вместо быстрого роста прибыль компании снизилась. Через год после того, как было зафиксировано значение курса акций 70,5, он упал больше чем в два раза — до 34. Но на этот раз акции не считались столь выгодным объектом для инвестиций, как это было в 1938 году. После ряда колебаний цена акций упала до 21,5 в 1970 году и до 18 в 1972 году, что привело в первом квартале этого года к первым убыткам за всю историю компании.

Этот пример ярко демонстрирует как то, сколько превратностей может быть на пути крупной американской компании на фондовом рынке на протяжении жизни всего лишь одного поколения, так и те чрезмерные оптимизм и пессимизм, с которыми инвесторы подходят к оценке акций. В 1938 году акции компании предлагались почти даром, однако особо не было желающих приобретать их по низким ценам. В то же время в 1961 году инвесторы своим ажиотажным спросом буквально "загнали" курс до нелепых высот. После этого рыночная цена акций снизилась на половину, а через несколько лет наступил дальнейший значительный спад. За это время компания утратила репутацию высокоприбыльной, превратившись в типичного середнячка. Ее прибыль в 1968 году, когда на фондовом рынке наблюдался бум, составила меньше, чем в 1958 году; она выплачивала низкие дивиденды и т.д. Компания *A P* была более крупной в 1961 и 1972 годах, чем в 1938, но не столь успешной, не такой прибыльной и менее привлекательной<sup>[122]</sup>.

Из этой истории можно сделать два вывода. Первый: фондовый рынок часто ведет себя совершенно неправильно, и сообразительный и мужественный инвестор может из этого извлечь выгоду. Второй: характер и качество бизнеса большинства компаний изменяются с течением времени, иногда в лучшую сторону, но чаще — в худшую. Инвестору не следует уподобляться ястребу, постоянно отслеживая любые изменения в состоянии своих компаний, но он время от времени все-таки должен достаточно

внимательно изучать положение их дел.

Давайте вернемся к нашему сравнению позиций двух людей, один из которых владеет обыкновенными акциями корпорации, а другой — долей в капитале частной фирмы<sup>[123]</sup>. Как мы уже сказали, у первого есть *возможность* рассматривать себя либо в качестве одного из **совладельцев** тех компаний, акции которых он приобрел, либо в качестве простого акционера, который может продать свои акции в любой момент по сложившемуся курсу.

Здесь мы должны сделать следующее важное замечание. Настоящий инвестор крайне редко *вынужден продавать* свои акции. В основном он может не обращать внимание на курс акций из своего портфеля. Отслеживать котировки акций и проводить необходимые операции с ними нужно лишь в той мере, в какой это отвечает его интересам, и не больше<sup>[124]</sup>. Инвестор, который позволяет себе впасть в панику, вызываемую непонятным для него снижением рыночной стоимости его инвестиций, превращает свое основное преимущество в главный недостаток. Для него было бы гораздо лучше, если бы его инвестиции вообще не имели рыночных котировок. Тогда он сможет уберечь себя от душевных мук, вызванных ошибочными суждениями *других участников* фондового рынка<sup>[125]</sup>.

Кстати, множество подобных ситуаций возникало в период Великой депрессии 1931-1933 годов. В психологически выигрышном положении находились те люди, чьи инвестиции не имели рыночных котировок. Например, владельцы первых закладных на недвижимость, по которым все еще выплачивались проценты, могли убеждать себя в том, что их инвестиции сохранили свою полную стоимость, поскольку у закладных отсутствовали рыночные котировки, способные доказать обратное. С другой стороны, котировки многих корпоративных облигаций более высокого качества, находящихся в листинге фондовых бирж, снизились, из-за чего их владельцы считали, что они становятся беднее.

В действительности положение владельцев облигаций, несмотря на их низкие рыночные цены, было лучше, чем у владельцев закладных. Дело в том, что держатели облигаций могли, если хотели или были вынуждены, продать свои ценные бумаги или же обменять их на другие облигации на более выгодных условиях. Они также могли не обращать внимание на колебания курсов облигаций, относясь к падению цен как к временному явлению. Было бы самообманом убеждать себя в том, что ваши ценные бумаги не теряют стоимость *лишь потому*, что они вообще не котируются

на рынке.

Вернемся к нашему примеру. Анализируя ситуацию, в которой акционер компании *A P* оказался в 1938 году, мы убеждены в том, что он не понес убытки из-за падения их рыночной стоимости. В данном случае мы не принимаем во внимание то, что проделанный им анализ мог показать убытки, связанные с уменьшением внутренней стоимости акций компании *A P*. Если же анализ не привел к таким выводам, то у инвестора было полное право ожидать, что в скором времени рыночные котировки его акций вернутся к уровню 1937 года или даже поднимутся на более высокий уровень — что фактически и произошло в следующем году. В этом смысле его позицию можно считать самое малое настолько же хорошей, как если бы он владел долей в капитале частной фирмы, акции которой не котируются на фондовом рынке. Он также мог бы мысленно откорректировать стоимость своих инвестиций, приняв во внимание то, каким образом спад в экономике 1938 года сказался на бизнесе компании *A P*.

Критики метода оценки акций, базирующегося на принципе "цена-стоимость", утверждают, что к оценке акций, находящихся в листинге фондовых бирж, нельзя подходить с тех же позиций, что и к оценке доли (пая) в похожей частной фирме, поскольку существование организованного фондового рынка "привносит во владение акциями новый и особенно важный фактор ликвидности".

Никто не спорит: ликвидность акций действительно важна. Но истинное ее значение заключается, во-первых, в том, что инвестор имеет возможность получать ежедневную оценку своих инвестиций, *какой бы она ни была*. И, во-вторых, в том, что инвестор может увеличить или уменьшить объемы своих инвестиций в соответствии с ежедневно меняющейся ситуацией на фондовом рынке — *если он того пожелает*. Таким образом, существование рыночных котировок создает для инвестора *определенные возможности*, которых у него не будет, если его ценная бумага не обращается на рынке. Но фондовый рынок ни в коей мере не навязывает свои котировки ценных бумаг инвестору, который предпочитает использовать другие источники оценки своих инвестиций.

Давайте завершим этот раздел следующей притчей. Представьте себе, что за 1000 долл. вы приобрели пай в капитале некой частной фирмы. Один из ваших партнеров по имени Господин Рынок проявляет по отношению к вам исключительную любезность. Каждый день он сообщает, сколько, по его мнению, стоит ваша доля, и, более того, предлагает вам либо приобрести вашу долю, либо же продать вам дополнительные паи по

сложившейся на этот момент цене. Иногда его оценка пая кажется вполне правдоподобной и оправданной (исходя из ваших знаний о бизнесе и прогнозах на будущее). Но бывает, что в оценках Господина Рынка часто превалируют либо неоправданный оптимизм, либо излишний пессимизм, в результате чего предлагаемая им оценка пая кажется вам смешной или же просто глупой.

Если вы предусмотрительный инвестор или здравомыслящий бизнесмен, то позволите ли вы ежедневному мнению Господина Рынка повлиять на вашу собственную оценку своего 1000-долларового пая? Положительный ответ на этот вопрос возможен только в следующих случаях. Если его мнение совпадает с вашим либо если вы хотите заключить с ним торговую сделку. Понятно, что вы будете просто счастливы продать ему свой пай по предложенной им очень высокой цене или будете точно так же счастливы купить у него дополнительный пай, если предлагаемая им цена окажется очень низкой. В других случаях вы должны давать самостоятельную оценку стоимости своих инвестиций, опираясь на все доступные сведения о бизнесе компании и ее финансовом состоянии.

Настоящий инвестор оказывается точно в такой же ситуации и в том случае, когда он владеет акциями, котирующимися на фондовом рынке. Он может воспользоваться преимуществом ежедневной рыночной оценки акции или не обращать на нее внимание, руководствуясь собственными суждениями и намерениями. Он должен учитывать информацию о колебаниях рыночных цен, поскольку иначе ему не на чем будет основывать собственные суждения. Возможно, эта информация послужит для него предупредительным сигналом, который следует учесть. Проще говоря, ему потребуется продать свои акции, поскольку их цена пошла вниз, предзнаменуя этим дальнейшее падение курса. На наш взгляд, подобные сигналы одинаково часто как помогают инвестору выбрать правильный курс, так и ведут его неверной дорогой. По правде говоря, рыночные колебания цен имеют для настоящего инвестора только одно важное значение. Они предоставляют ему возможность эффективно торговать ценными бумагами — с умом покупать в момент резкого падения цен и с умом продавать тогда, когда они значительно повышаются. В другое же время ему лучше всего забыть о фондовом рынке и уделить внимание дивидендной доходности и результатам деятельности компаний, акции которых находятся в его портфеле.

## Резюме

Наиболее существенное различие между инвестором и спекулянтом лежит в их отношении к тенденциям и колебаниям фондового рынка. Основной интерес спекулянта заключается в том, чтобы предвидеть колебания фондового рынка и зарабатывать на них. Основной интерес инвестора состоит в том, чтобы приобрести подходящие ценные бумаги по приемлемым ценам и владеть ими. Для последнего рыночные колебания важны с практической точки зрения, поскольку при низких ценах инвестор со знанием дела приобретает ценные бумаги, а при выходе рынка на высокие ценовые уровни ему, скорее всего, следует воздерживаться от покупок и поэтому желательно с умом продавать.

Мы погрешим против истины, если станем настаивать на том, что инвестор должен воздерживаться от покупки ценных бумаг до того момента, пока на фондовом рынке не установятся низкие цены. Дело в том, что этого момента можно ждать очень долго. При этом инвестор теряет потенциальный доход и упускает открывающиеся инвестиционные возможности.

Говоря в целом, инвестору, возможно, лучше всего покупать акции в любое время, когда у него есть средства для этого, *за исключением* тех случаев, когда цены фондового рынка намного выше того уровня, обоснованность которого подтверждается используемой инвестором методикой оценки ценных бумаг. Описывая инвестора как рассудительного человека, мы считаем, что он может всегда найти такие ценные бумаги, которые представляют собой выгодный объект для инвестиций.

Помимо составления прогнозов, касающихся тенденций движения фондового рынка в целом, финансовые аналитики много усилий направляют на выбор акций отдельных компаний или отраслей, изменения цен на которые в течение короткого периода будут более значительными, чем для всего рынка. Как бы логически обоснованным не выглядел такой поиск, мы не можем считать, что он отвечает потребностям или характеру настоящего инвестора. В основном это объясняется тем, что ему придется конкурировать с большим количеством компаний, торгующих ценными бумагами, и первоклассными финансовыми аналитиками. Опыт показывает, что как в этом, так и во многих других случаях, когда деятельность участников фондового рынка строится в первую очередь на его ценовых колебаниях и уже во вторую — на внутренней стоимости

ценных бумаг, усилия могучих аналитических умов сводятся на нет их взаимной работой.

Инвестор, чей портфель состоит из хорошо подобранных акций, должен быть готов к колебаниям их рыночной стоимости, но ему не следует ни расстраиваться из-за ощутимого падения цен, ни чрезмерно радоваться при ощутимом их повышении. Он всегда должен помнить, что рыночные котировки нужны ему для того, чтобы удобнее было принимать обоснованные решения. Он может либо использовать рыночные котировки для своей выгоды, либо просто проигнорировать их. Ему никогда не стоит покупать акции из-за того, что растет их курс, или продавать только потому, что он падает. Он должен придерживаться следующего девиза: "Никогда не покупай акции сразу же после значительного роста их курса и никогда не продавай сразу же после значительного его падения".

### ***Дополнительный анализ***

Необходимо сказать несколько слов о том значении, которое придается среднему уровню курса акций той или иной компании для измерения эффективности работы ее менеджмента. Об успешности своих инвестиций акционеры судят как по размерам получаемых дивидендов, так и по долгосрочной тенденции среднего значения курса своих акций. Логически рассуждая, аналогичный критерий должен использоваться для анализа эффективности работы руководства компании и того, как им учитываются интересы акционеров компании.

Это утверждение, может, и звучит банально, но на нем следует акцентировать внимание. Дело в том, что еще не существует общепринятой методики оценки эффективности менеджмента с учетом того, как ведет себя курс акций компании. Более того, руководство корпораций всегда настаивает на том, что оно никаким образом не отвечает за *все то*, что происходит с курсом акций руководимых им компаний. Безусловно, правильно, что они не отвечают за те *колебания* курса, которые, как мы постоянно подчеркиваем, не имеют никакого отношения к состоянию бизнеса самой компании и к внутренней стоимости акций. Однако чем как не недостатком бдительности и сообразительности со стороны рядовых акционеров можно объяснить расширение сферы безответственности руководства на весь диапазон рыночных котировок, включая и ту область



низких цен и постоянной недооценки акций, куда они попадают из-за плохого менеджмента. При хорошем руководстве и средний курс акций выглядит хорошо, при плохом же — плохо<sup>[126]</sup>.

### **Колебания цен облигаций**

Если в портфеле инвестора есть облигации, то, даже если он не сомневается в своевременности их погашения и выплате процентных начислений по ним, ему все равно следует быть начеку, так как в связи с колебаниями процентных ставок рыночная цена долгосрочных облигаций может варьироваться достаточно широко. В табл. 8.1 приведены данные о доходности высококачественных корпоративных облигаций и муниципальных беспроцентных облигаций начиная с 1902 года. В качестве дополнительного примера показаны колебания цен облигаций двух железнодорожных компаний за аналогичный период. Для компании *Atchison, Topeka Santa Fe* рассматриваются 4%-ные облигации со сроком погашения в 1995 году, для компании *Northern Pacific Ry.* — 3%-ные облигации со сроком погашения в 2047 году (изначальный срок погашения через 150 лет!), т.е. типичные облигации с рейтингом Ваа.

Между доходностью облигаций и их ценами существует обратная зависимость: низкая доходность соответствует высоким ценам, и наоборот. Падение цены облигаций *Northern Pacific Ry.* в 1940 году произошло, главным образом, из-за беспокойства инвесторов относительно способности эмитента обслуживать облигационный заем. Далее мы видим очень необычное поведение рыночных цен этих облигаций: через несколько лет их цена достигла своего исторического максимума, а затем упала примерно на две трети — главным образом из-за роста процентных ставок. Не менее удивительные колебания цены на протяжении прошедших 40 лет мы видим и у облигаций более высокого качества.

Обратите внимание на то, что пропорции изменения цен облигаций не соответствуют пропорциям изменения доходности, так как фиксированный номинал облигаций испытывал влияние умеренной инфляции. Но все же для облигаций с очень длительным сроком погашения, таким как облигации компании *Northern Pacific*, пропорции изменения цен и доходности были примерно одинаковыми.

Начиная с 1964 года на рынке высококачественных облигаций

наблюдаются рекордные колебания уровней их цен и доходности. Если мы проанализируем ситуацию с безналоговыми муниципальными облигациями, то увидим, что их доходность более чем удвоилась — с 3,2% в январе 1965 года до 7% в июне 1970 года, а цена, наоборот, снизилась соответственно со 110,8 до 67,5. В середине 1970 года доходность высококачественных облигаций с длительным сроком погашения была выше, чем когда-либо на протяжении 200 лет экономической истории США <sup>[127]</sup>. Двадцать пять лет тому назад, как раз перед переходом рынка в "бычью" фазу, доходность облигаций была на самом низком уровне за всю историю: у долгосрочных муниципальных облигаций — 1%; у корпоративных облигаций — 2,40% (сравним с 4,5 и 5% соответственно, которые раньше считались нормальной доходностью). Старожилам Уолл-стрит довелось воочию наблюдать подтверждение справедливости действия закона Ньютона о "действии и противодействии" на фондовом рынке. Наиболее примечательным примером был рост фондового индекса Доу-Джонса с 64 в 1921 году до 381 в 1929 году, сопровождающийся его дальнейшим падением до 41 в 1932 году. Но в это время произошли и наиболее значительные колебания обычно стабильных цен и доходности облигаций высокого класса. Мораль: ничто важное на Уолл-стрит не происходит так же, как происходило раньше. Это первая часть любимого изречения: "Чем больше что-то изменяется, тем более неизменным оно остается".

	<b>Доходность облигаций, входящих в состав индекса S and P AAA Composite (%)</b>	<b>муниципальных облигаций S and P (%)</b>	<b>Цены облигаций компании А.Т.С.Ф. 4%-ные погашения в 1995 году</b>	<b>компании Nor. Pac., 3%-ные со сроком погашения в 2047 году</b>
1902 год, низкий уровень	4,31	3,11	1905 год, высокий уровень	105,5 / 79
1920 год, высокий уровень	6,40	5,28	1920 год, низкий уровень	69 / 49,5
1928 год,			1930 год,	

низкий уровень 1932 год,	4,53	3,90	высокий уровень 1932 год,	105	73
высокий уровень 1946 год,	5,52	5,27	низкий уровень 1936 год,	75	46,75
низкий уровень 1970 год,	2,44	1,45	высокий уровень 1939-1940	117,25	85,25
высокий уровень	8,44	7,06	годы, низкий уровень 1946 год,	99,5	31,5
		5,35	высокий уровень 1970 год,	141	94,75
Цена закрытия 1971 года	7,14		низкий уровень Цена закрытия 1971 года	51	32,75
				64	37,25

Если получить стоящие прогнозы курсов акций практически невозможно, то для облигаций сделать это абсолютно невозможно<sup>[128]</sup>. Раньше инвестор часто мог хотя бы предсказать приближающийся конец "бычьего" или "медвежьего" рынков, опираясь на положение дел на рынке облигаций, однако нельзя было подобрать похожий "ключик" для прогнозирования изменений процентных ставок и цен облигаций. Поэтому инвестор должен выбирать между долго- и краткосрочными облигациями главным образом на основе своих личных предпочтений. Если он хочет быть уверен в том, что рыночная цена облигации не снизится, то лучшим выбором для него, скорее всего, будут *сберегательные облигации США серий E или H (US. saving bonds, Series E or H)*, которые описаны в главе 4. Любой из этих выпусков обеспечит инвестору доходность 5% (по итогам первого года), и при этом ему гарантируется выкуп по цене, покрывающей

его затраты на покупку облигаций.

Если инвестор рассчитывает получать доходность на уровне 7,5%, который сейчас обеспечивают качественные долгосрочные корпоративные облигации, или 5,3% по беспроцентным муниципальным облигациям, то он должен быть готов к тому, что цена этих облигаций будет колебаться. Банки и страховые компании пользуются привилегией оценки таких высокорейтинговых облигаций с помощью математического подсчета т.н. "амортизационной стоимости" ("amortized cost"), который игнорирует рыночные цены; а потому для индивидуального инвестора было бы очень не плохо ознакомиться с таким подходом.

Колебания цен *конвертируемых облигаций* или *привилегированных акций* — результат влияния трех различных факторов: 1) изменения цен взаимосвязанных обыкновенных акций; 2) изменения в финансовом положении компании и 3) изменения процентных ставок. Многие из конвертируемых облигаций продавались компаниями, финансовое положение которых было далеко не самым лучшим [\[129\]](#), что часто обуславливалось тяжелой финансовой ситуацией 1970 года. В результате инвесторы стали проявлять еще больше беспокойства по поводу инвестиций в конвертируемые облигации в целом. Отметим и увеличившиеся колебания их цен. Инвестор заблуждается, ожидая от конвертируемых облигаций идеальной комбинации безопасности облигаций высокого качества с ценовой защитой и возможности выигрыша от роста цен обыкновенных акций.

Давайте представим себе, как можно было модифицировать долгосрочные облигации. Почему бы не сделать так, чтобы результат изменения процентных ставок сказывался как на кредиторе, так и на заемщике? Одна из возможностей — изменение процентных выплат в зависимости от изменения процентных ставок. Основные условия такой сделки можно свести к двум основным.

1. Цена облигации всегда будет колебаться вокруг 100, если компания сохраняет свой кредитный рейтинг, но величина процентных выплат будет меняться, допустим, в соответствии с процентным доходом, предлагаемым по новым выпускам.

2. Для корпорации преимущество заключается в том, что, используя долгосрочное финансирование, она тем самым экономит средства, которые в противном случае пришлось бы потратить на частое рефинансирование своего долга. Но при этом стоимость обслуживания долга колебалась бы каждый год [\[130\]](#).

На протяжении последнего десятилетия инвестор, желающий приобрести облигации, сталкивался со всеобостряющейся проблемой выбора. Что ему важнее: полная гарантия погашения основной суммы долга и меняющиеся обычно низкие (для краткосрочных облигаций) процентные выплаты или фиксированный процентный доход при существенном колебании (обычно в сторону уменьшения) основной суммы займа? Инвесторам надо найти компромисс между этими экстремальными ситуациями и быть уверенными в том, что ни их процентный доход, ни величина основной суммы займа не упадут ниже определенного минимума, скажем, в течение 20 лет. Этого можно достигнуть без особых сложностей, используя новые виды облигаций. Нечто подобное сделало правительство США, продлив выпуск сберегательных облигаций на новых условиях с учетом более высоких процентных ставок. Наше предположение касается облигаций, выпускаемых на более длительный, чем сберегательные облигации, период, и требует больше гибкости с точки зрения обеспечения процентных ставок<sup>[131]</sup>.

Вряд ли стоит говорить о неконвертируемых привилегированных акциях, поскольку их специальный налоговый статус обеспечивает ту безопасность, которая раньше была более желательной для корпораций, например страховых компаний, чем для индивидуальных инвесторов. Цена этих акций может колебаться столь же сильно, как и цена обыкновенных акций. Ничего другого о них мы сказать не можем. В табл. 16.2 (глава 16) представлена информация об изменениях цен неконвертируемых привилегированных акций с декабря 1968 по декабрь 1970 года. Среднее снижение их курса составило 17%, в то время как в соответствии с фондовым индексом S P курс обыкновенных акций упал на 11,3%.

## 9. Инвестор и инвестиционные фонды

Инвестор может также проводить операции на фондовом рынке не напрямую, самостоятельно покупая и продавая ценные бумаги, а опосредованно — через инвестиционные компании. Инвестиционные компании, акции которых подлежат выкупу в соответствии с желанием владельца по цене, равной чистой стоимости ее активов, называются *взаимными фондами*, или *инвестиционными фондами открытого типа*. Большинство из них активно продают дополнительные эмиссии своих акции.

Инвестиционные компании, акции которых не подлежат выкупу у их владельцев, называются *инвестиционными компаниями закрытого типа*. Количество их акций остается относительно постоянным. Деятельность всех инвестиционных фондов регулируется специальным государственным органом — Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC)<sup>[132]</sup>.

Бизнес инвестиционных компаний занимает очень большое место на фондовом рынке. В конце 1970 года в Комиссии по ценным бумагам и биржам было зарегистрировано 383 инвестиционных фонда, общая стоимость активов которых составила 54,6 млрд. долл. Из них 356 компаний с активами в 50,6 млрд. долл. были взаимными инвестиционными фондами и 27 компаний с активами в 4,0 млрд. долл. были закрытыми инвестиционными фондами<sup>[133]</sup>.

Существуют различные способы классификации инвестиционных фондов. Согласно одному из критериев — степени диверсификации инвестиционного портфеля, — они делятся на:

- сбалансированные фонды, у которых на облигации приходится примерно треть стоимости их инвестиционного портфеля;
- фонды акций, у которых акции занимают почти весь объем инвестиционного портфеля.

(Существуют и другие виды инвестиционных фондов — облигационные фонды, хеджированные фонды, небиржевые фонды (letter-stock funds) и другие<sup>[134]</sup>.) фонды также различаются по целям своей инвестиционной политики: одни ориентируются на текущий доход, другие — на ценовую стабильность, третьи — на рост стоимости капитала.

Еще одним критерием классификации фондов выступает метод продажи ими своих акций. "Фонды с комиссией" (*load funds*) добавляют

величину своих комиссионных (обычно около 9% от размера минимальной покупки) к стоимости акций фонда, которые продаются его участнику <sup>[135]</sup>. "Фонды без комиссии" (*no-load funds*) обходятся без взимания торговых комиссионных. Инвесторы просто оплачивают услуги инвестиционных управляющих. Поскольку бескомиссионные фонды не могут выплачивать торговым представителям комиссионные, они отличаются небольшими размерами <sup>[136]</sup>. Курс купли-продажи акций закрытых инвестиционных фондов не фиксирован, он складывается на открытом рынке аналогично курсу обыкновенных корпоративных акций.

Налоговый статус большинства инвестиционных компаний установлен таким образом, чтобы избежать двойного налогообложения доходов акционеров. Действительно, инвестиционные фонды должны выплачивать своим акционерам почти всю свою прибыль, представляющую собой разность между полученными доходами (дивидендами и процентами) и издержками фонда. Кроме того, они могут выплачивать инвесторам прибыль от прироста стоимости капитала — рассматривается акционерами как их собственная прибыль от операций с ценными бумагами. (Есть еще один момент, который мы опускаем во избежание неразберихи <sup>[137]</sup>.) Практически все инвестиционные фонды выпускают несколько видов своих акций. В 1967 году новшеством инвестиционного бизнеса стал выпуск фондами двух видов своих акций: привилегированных акций, владельцы которых получают весь текущий доход, и обыкновенных акций, владельцы которых получают доход от прироста капитала. (Этот вид фондов называется *двухцелевыми инвестиционными фондами (dual-purpose funds)* <sup>[138]</sup>.)

Многие из инвестиционных компаний, которые в качестве своей основной цели декларируют получение дохода от прироста капитала, в первую очередь приобретают так называемые "акции роста". Поэтому в названии таких инвестиционных компаний часто встречается слово "рост". Некоторые инвестиционные компании специализируются на операциях с акциями определенной отрасли (например, химической, авиационной и т.п.) или сферы (например, зарубежные инвестиции).

Таким образом, перед инвестором, который хотел бы обоснованно выбрать акции инвестиционного фонда, открывается широкое и немного смущающее разнообразие возможностей. Почти такое же, как и в случае непосредственной покупки акций или облигаций. В связи с этим мы рассмотрим несколько основных вопросов.

1. Есть ли способ, с помощью которого инвестор может обеспечить

себе лучшие, чем в среднем по всему рынку, результаты, правильно выбрав инвестиционный фонд? (Подвопрос: что можно сказать по поводу "результативных фондов" (*performance fund*)?)<sup>[139]</sup>.

2. Если нет, то как избежать покупки акций инвестиционного фонда, доходность которого будет ниже, чем средняя доходность других фондов?

3. Может ли инвестор сделать разумный выбор между различными типами инвестиционных фондов — к примеру, между сбалансированными и фондами акций; открытыми и закрытыми; комиссионными и бескомиссионными?

### ***Эффективность индустрии инвестиционных фондов: общая характеристика***

Прежде чем дать ответы на эти вопросы, следует кратко охарактеризовать результативность бизнеса инвестиционных фондов в целом. Полезны ли они для инвесторов? Иными словами — насколько лучше обстоят дела у участников инвестиционных фондов по сравнению с теми инвесторами, кто занимается прямыми операциями на фондовом рынке?

Мы убеждены в том, что создание инвестиционных фондов было полезно. Их деятельность способствовала решению следующих задач: формированию у людей хороших привычек к накоплению и инвестированию; защите множества индивидуальных инвесторов от дорогостоящих ошибок на фондовом рынке; обеспечению своим участникам доходности, соразмерной с доходностью, приносимой обыкновенными акциями. Более того, мы рискнем предположить, что в среднем инвесторы, деньги которых вложены исключительно в акции инвестиционных фондов, на протяжении последних десяти лет достигли лучших результатов, чем те, кто приобретал обыкновенные акции напрямую на фондовом рынке.

Последнее предположение, вероятнее всего, справедливо, несмотря на то, что фактически результативность инвестиционных фондов не лучше, чем доходность инвестиций в обыкновенные акции в целом, несмотря даже на то, что затраты на инвестирование с помощью взаимных фондов могут превышать расходы при прямом приобретении обыкновенных акций. Реальная проблема для типичного индивидуального инвестора состояла



совсем не в том, чтобы выбрать что-то одно: сформировать хорошо сбалансированный портфель обыкновенных акций своими силами или же, потратив чуть больше средств, сделать практически то же самое, купив акции инвестиционного фонда. В жизненном аспекте ситуация выбора для инвестора заключалась в том, чьей жертвой он станет — хитрого и настойчивого торгового представителя инвестиционного фонда либо более хитрых и более опасных торговцев новыми выпусками второ- и третьесортных акций. Мы также считаем, что типичный инвестор, который открывает счет в брокерской конторе для проведения самостоятельных операций с акциями, намного больше подвержен спекулятивным настроениям и, следовательно, несет больше убытков, чем участник взаимного инвестиционного фонда.

Однако давайте обратимся к цифрам и проанализируем эффективность инвестиционных фондов по сравнению с результатами фондового рынка в целом. В табл. 9.1 приведены некоторые расчеты за 1961-1970 годы по десяти наиболее крупным в своей группе инвестиционным фондам. В таблице представлена общая доходность каждого из инвестиционных фондов за 1961-1965, 1966-1970 годы и отдельно в 1969 и 1970 годах. В таблице также приведены средние результаты деятельности всех инвестиционных фондов. Общая стоимость активов этих десяти компаний превышала 15 млрд. долл. в конце 1969 года, что составляло около трети стоимости всех фондов обыкновенных акций. А потому результаты должны быть достаточно репрезентативными для всех инвестиционных фондов в целом. (Теоретически рассматриваемые компании должны были бы демонстрировать лучшие, чем вся инвестиционная индустрия, результаты, поскольку у них должны быть более высокие темпы развития, чем у остальных компаний. Но на практике это предположение может и не подтвердиться.)

Из табл. 9.1 можно сделать некоторые интересные выводы. Во-первых, общие результаты деятельности для всех десяти инвестиционных фондов за 1961-1970 годы незначительно отличаются от роста фондового индекса Standard Poor's 500 (или S P 425 industrial). Но они значительно лучше доходности фондового индекса Доу-Джонса. (Возникает интригующий вопрос, почему же 30 гигантских корпораций из списка фондового индекса DJIA, показали худшие результаты, чем довольно-таки разношерстные компании, акции которых входят в индекс Standard Poor's<sup>[140]</sup>.)

Следующим важным моментом является то, что средняя результативность работы всех инвестиционных фондов на протяжении последних пяти лет оказалась немного лучше, чем доходность Standard

Poor's за этот период. Для первых же пяти лет ситуация складывалась обратным образом. И третий вывод состоит в том, что между результатами деятельности отдельных инвестиционных фондов существует значительное различие.

**Таблица 9.1. Результаты деятельности десяти наиболее крупных взаимных инвестиционных фондов<sup>[141]</sup>**

Фонд	Доходность		Доходность		Доходность	
	за пять лет, 1961-1965 годы (все +)(%)	за пять лет, 1966-1970 годы (%)	за 10 лет, 1961-1970 годы (все +)(%)	Доходность в 1969 году (%)	Доходность в 1970 году (%)	
<i>Affiliated Fund</i>	71	+ 19,7	105,3	-14,3	+2,2	
<i>Dreyfus</i>	97	+ 18,7	135,4	-11,9	-6,4	
<i>Fidelity Fund</i>	79	+31,8	137,1	-7,4	+2,2	
<i>Fundamental Inc.</i>	79	+1,0	81,3	-12,7	-5,8	
<i>Invest. Co. of Am.</i>	82	+37,9	152,2	-10,6	+2,3	
<i>Investors Stock Fund</i>	54	+5,6	63,5	-80,0	-7,2	
<i>Mass. Inv. Trust</i>	18	+16,2	44,2	-4,0	+0,6	
<i>National Investors</i>	61	+31,7	112,2	+4,0	-9,1	
<i>Putman Growth</i>	62	+22,3	104,0	-13,3	-3,8	
<i>United Accum.</i>	74	-2,0	72,7	-10,3	-2,9	
<i>Average</i>	72	18,3	105,8	-8,9	-2,2	
<i>Standard Poor's</i>	77	+16,1	104,7	-8,3	+3,5	
<i>DJIA</i>	78	+2,9	83,0	-11,6	+8,7	

Мы не думаем, что индустрию взаимных фондов можно критиковать за то, что ее результаты не превосходят эффективность фондового рынка в

целом. Инвестиционные компании управляют столь большой частью всех обыкновенных акций, обращающихся на фондовом рынке, что все его перипетии в той или иной мере сказываются и на деятельности инвестиционных фондов. (Обратите внимание на то, что объемы активов, находящихся в доверительном управлении коммерческих банков, на конец 1969 года составляли 181 млрд. долл. обыкновенных акций. Если прибавить к этой сумме акции, которыми управляют консультанты по инвестированию, а также 56 млрд. долл. активов в управлении взаимными и аналогичными инвестиционными фондами, то мы должны прийти к выводу, что объединенные решения этих профессионалов довольно сильно сказываются на средних показателях фондового рынка, которые, в свою очередь, существенно влияют на среднюю результативность инвестиционных фондов.)

Существуют ли инвестиционные фонды, результативность которых выше, чем инвестиционной индустрии в среднем? И может ли инвестор выбрать их акции, чтобы обеспечить себе превосходные результаты? Вероятнее всего, все инвесторы не смогут сделать это, поскольку в таком случае скоро никому не удастся получить более высокие результаты по сравнению с остальными. Давайте сначала рассмотрим несколько упрощенный вариант этого вопроса. Почему бы инвестору не поступить следующим образом? Сначала найти инвестиционный фонд, который бы демонстрировал наивысшую эффективность на протяжении достаточно длительного периода. Затем предположить, что инвестиционный управляющий этого фонда — самый квалифицированный, поэтому способен гарантировать наилучшие результаты и в будущем, и вложить свои деньги в этот инвестиционный фонд.

Эта идея кажется наиболее практичной, так как в случае взаимного инвестиционного фонда он может получить "наиболее квалифицированное руководство" для своего капитала, не выплачивая при этом никаких дополнительных средств. (В противоположность этому, у акций обычных, неинвестиционных корпораций, отличающихся самым лучшим руководством, выше и значения коэффициентов "цена акции/прибыль" и "цена акции/активы".)

В этом плане опыт предыдущих лет достаточно противоречив. Но данные табл. 9.1 по десяти наиболее крупным инвестиционным фондам свидетельствуют о том, что результаты пяти самых успешных из них на протяжении 1961-1965 годов в целом сохранились и в период с 1966 по 1970 год, несмотря на то, что два фонда из этой пятерки не были настолько успешными, как два другие. Наше исследование показывает, что инвестор,

приобретая акции взаимного инвестиционного фонда, в принципе может ориентироваться на его результативность на протяжении определенного периода лет в прошлом, скажем, самое малое на пять лет, при условии, что в это же время не наблюдается значительный рост фондового рынка в целом. В последнем случае особо привлекательные результаты могут быть достигнуты с помощью нетрадиционного метода, что будет продемонстрировано в следующем разделе, где рассматриваются т.н. "результативные" фонды. Такие результаты сами по себе могут свидетельствовать лишь о том, что руководство инвестиционных фондов принимает на себя чрезмерные спекулятивные риски и формирует такую же стратегию и в данный момент.

### *"Результативные" фонды*

В последние годы мы стали свидетелями возникновения культа "результативности" в сфере управления инвестиционными фондами (и даже во многих трастовых фондах). Сразу же отметим, что это явление не имеет отношения к большинству грамотно сформированных инвестиционных фондов, а касается только небольшой части фондов, деятельность которых привлекла к себе повышенное внимание.

Вот эта история. Некоторые инвестиционные фонды поставили перед собой цель превзойти среднюю результативность рынка (или фондового индекса Доу-Джонса). На протяжении определенного времени им удавалось этого достичь, что и послужило очень хорошей рекламой и привлекло дополнительные средства. Цель была осуществимой, но, к сожалению, дело в том, что чем крупнее фонд, тем большие риски он принимает на себя для ее достижения.

Ситуация, сложившаяся вокруг феномена "результативности", заставила многих из тех, у кого был огромный опыт проведения операций на фондовом рынке еще начиная с 1920-х годов, только покачивать головой. Но взгляды таких людей по многим причинам считались устаревшими и неуместными в этой (второй) "новой эре". Во-первых, что очень важно, практически все эти успешные инвесторы были молодыми 30-40-летними людьми, чей опыт работы на фондовом рынке ограничивался рамками длительного "медвежьего" рынка 1948-1968 годов. Во-вторых, они часто действовали так, словно исходили из того, что "хорошие инвестиции" —

это только те акции, для которых прогнозируется хороший рост курса на протяжении следующих нескольких месяцев. Это привело к крупным вложениям в акции новых компаний, цена которых абсолютно не соответствовала их капиталу или полученной прибыли. "Оправдание" для таких действий можно искать, с одной стороны, в наивной надежде на будущие успехи этих компаний, а с другой, в стремлении эксплуатировать спекулятивный энтузиазм неинформированной и жадной массы инвесторов.

Конкретные имена упоминать не будем. Но у нас есть все причины для того, чтобы привести примеры конкретных компаний. Наиболее яркий пример "результативного фонда", название которого было на слуху у инвесторов, — *Manhattan Fund, Inc.*, организованный в конце 1965 года. Первая его эмиссия состояла из 27 миллионов акций, продававшихся по цене от 9,25 до 10 долл. за одну акцию. Компания начинала свою деятельность с капиталом в 247 млн. долл. Ее основной инвестиционной целью, конечно же, была покупка "акций роста". Поэтому большинство средств она вкладывала в акции со следующими характеристиками: высокие значения коэффициентов P/E; отсутствие дивидендов (или они очень небольшие); значительное количество инвесторов, склонных к спекуляции; значительные колебания курса. Доходность инвестиционного фонда в 1967 году составила 38,6%, что в несколько раз больше отметки в 11%, показанной индексом Standard Poor's. Но в дальнейшем ситуация кардинально изменилась, удостовериться в чем можно с помощью табл. 9.2

**Таблица 9.2. Инвестиционный портфель и результативность *Manhattan Fund* (наиболее крупные активы *Manhattan Fund* по состоянию на 31 декабря 1969 года)**

Количество акций (тыс. шт.)	Компания	Цена акции	Прирост капитала в 1969 году (долл.)	Дивиденды в 1969 году (долл.)	Рыночная стоимость (млн. долл.)
60	<i>Teleprompter</i>	99	0,99	не было	6,0
190	<i>Deltona</i>	60,5	2,32	не было	11,5
280	<i>Fedders</i>	34	1,28	0,35	9,5
105	<i>Horizon Corp.</i>	53,5	2,68	не было	5,6
150	<i>Rouse Co.</i>	34	0,07	не было	5,1
130	<i>Mattel Inc.</i>	64,25	1,11	0,20	8,4

120	<i>Polaroid</i>	125	1,90	0,32	15,0
244 <sup>[142]</sup>	<i>Nat'l Student Mkt'g</i>	28,5	0,32	не было	6,1
56	<i>Telex Corp.</i>	90,5	0,68	не было	5,0
100	<i>Bausch and Lomb</i>	77,75	1,92	0,80	7,8
190	<i>Four Seasons Nursing</i>	66	0,80	не было	12,3 <sup>[143]</sup>
20	<i>Int. Bus. Machines</i>	365	8,21	3,60	7,3
41,5	<i>Nat'l Cash Register</i>	160	1,95	1,20	6,7
100	<i>Saxon Ind.</i>	109	3,81	не было	10,9
105	<i>Career Academy</i>	50	0,43	не было	5,3
285	<i>King Resources</i>	28	0,69	году не было	8,1
	<b>Всего</b>				130,6
	<b>Другие обыкновенные акции</b>				93,8
	<b>Другие активы</b>				19,6
	<b>Общая сумма инвестиций<sup>[144]</sup></b>				244,0

#### Динамика ежегодной доходности (%)

	1966	1967	1968	1969	1970	1971
<i>Manhattan Fund</i>	-6	+38,6	-7,3	-13,3	-36,9	+9,6
<i>SP Composite</i>	-10,1	+23,0	+10,4	-8,3	+3,5	+13,5

Инвестиционный портфель *Manhattan Fund* в конце 1969 года имел, мягко говоря, нетрадиционный вид. Поразительным был тот факт, что в течение следующего полугодия две компании, акции которых числились среди наиболее крупных активов фонда, начали процедуру банкротства, а против третьей в 1971 году кредиторы выдвинули судебные иски. Еще больше удивляло то, что акции как минимум одной из этих обреченных компаний были куплены не только инвестиционными фондами, но и

фондами университетских пожертвований (university endowments funds), трастовыми отделами крупных банков и другими подобными организациями<sup>[145]</sup>. Третий исключительный факт состоял в том, что основатель и руководитель инвестиционного фонда *Manhattan Fund* продал свою долю в управляющей компании больше чем за 20 млн. долл., в то время как ее капитал не превышал 1 млн. долл. Без сомнения, это один из самых ярких примеров того, как интересы рядовых инвесторов приносятся в угоду интересам "управляющих" их капиталом.

В изданной в конце 1969 года книге *The Money Managers* были описаны 19 финансистов, "являющихся лучшими в бизнесе, связанном с управлением миллиардами, принадлежащими другим людям". Дальше в выводах говорится о том, что "они молоды... некоторые из них зарабатывают свыше миллиона долларов в год... они представляют собой новое финансовое поколение... все они очарованы фондовым рынком... они обладают особыми профессиональными навыками для того, чтобы стать победителями".

Очень хорошее представление об их достижениях дает анализ результатов деятельности возглавляемых ими инвестиционных фондов. Такой анализ может быть проделан для двенадцати из девятнадцати инвестиционных управляющих, описанных в книге. Их деятельность была успешной в 1966 году и просто превосходной в 1967 году. В 1968 году в целом их результаты были все еще хорошими, хотя показатели отдельных управляющих ухудшились. В 1969 году все они понесли убытки, и только один из них смог немного превзойти уровень фондового индекса Standard Poor's. В 1970 году ситуация еще больше ухудшилась.

Мы описали эту картину для того, чтобы глубже понять мораль, которая лучше всего может быть выражена с помощью старой французской поговорки: *Чем больше перемен, тем больше все остается по-старому*. Яркие энергичные личности— обычно довольно молодые — с незапамятных времен обещали чудесный рост чужого капитала. Им удавалось делать это в течение некоторого времени — или по крайней мере казалось, что им это удастся, — но, в конце концов, вкладчики неизбежно несли убытки<sup>[146]</sup>. Полвека назад "чудеса" часто сопровождались явными манипуляциями с финансовой отчетностью, использованием нерациональной структуры капитала и другими элементами финансового мошенничества.

Государство не могло оставаться в стороне от контроля за интересами инвесторов и разработало четкую систему финансового контроля,

осуществляемого SEC. Однако отношение к обыкновенным акциям со стороны рядовых инвесторов стало настороженным.

Прошло несколько десятилетий, и на смену махинаторам 1926-1929 годов пришло новое поколение "управляющих капиталом" образца 1965-1969 годов<sup>[147]</sup>. К каким-либо противозаконным действиям, запрещенным после краха 1929 года, они не прибегают, поскольку существует риск попасть в тюрьму. Но на Уолл-стрит появились новые "схемы", которые, в конце концов, приводят к аналогичным результатам. Откровенные манипуляции ценами прекратились, но есть много других методов привлечения внимания легковверной публики, падкой на возможность заработать на "горячих" акциях. Например, многие из незарегистрированных акций (letter stock) можно купить гораздо дешевле, чем по их заявленной цене. При этом, хотя может быть наложен запрет на их продажу, они учитываются в финансовой отчетности по своей полной рыночной стоимости, что создает видимость прибыльной сделки. Примеры такого рода "схем" можно приводить и дальше. Можно только удивляться тому, как уже в новых, жестких условиях регулирования фондового рынка его участники все же умудряются повторять ошибки не столь уж далеких 1920-х годов.

Вне всякого сомнения, новые "схемы" требуют новых запретов. Наиболее очевидные злоупотребления, распространенные на Уолл-стрит в конце 1960-х годов, будут пресекаться в зародыше. Но не стоит возлагать слишком большие надежды на то, что желание спекулировать когда-либо исчезнет или эксплуатация этого стремления когда-либо будет уничтожена. Знания о подобных "необычайно популярных заблуждениях"<sup>[148]</sup> разумный инвестор обязан взять себе на вооружение, а кроме того, держаться подальше от подобных возможностей.

Картина эффективности большинства "результативных инвестиционных фондов" выглядит весьма плачевно, если проанализировать их деятельность после их ошеломляющего успеха в 1967 году. Конечно, с учетом результатов того года общая картина совсем не кажется ужасающей. Одному из упомянутых в *Money Managers* инвестиционных управляющих даже удалось получить доходность немного выше доходности фондового рынка в целом (если судить по *S P*). Результаты трех других были намного хуже и шести точно такими же.

Давайте рассмотрим результаты четырехлетней деятельности десяти самых доходных (от 84 до 301%) в 1967 году "результативных инвестиционных фондов". Из этой группы четыре инвестиционных фонда,



если учитывать данные за этот год, показали результат, превышающий доходность S P. При этом два из них на протяжении 1968-1970 годов показали более высокую доходность, чем рынок в целом. Все эти инвестиционные фонды не были крупными. В среднем их величина не превышала 60 млн. долл. Таким образом, можно прийти к выводу, что небольшие размеры — необходимый фактор получения отличных результатов на протяжении длительного периода времени.

Данные расчеты явно указывают на то, что инвестиционные управляющие, нацеленные на достижение исключительных результатов, могут подвергнуть свои фонды серьезным рискам. Практика показывает, что умело управляемые крупные инвестиционные фонды в течение длительного времени могут в лучшем случае лишь незначительно превзойти результаты, показанные фондовым рынком в целом. При неумелом управлении они способны приносить значительные, но в большинстве случаев — иллюзорные, прибыли на протяжении достаточно короткого периода времени, который завершается неизбежными потерями. Существовали инвестиционные фонды, которым удавалось обеспечивать результаты, превышающие среднюю доходность фондового рынка на протяжении, скажем, десяти лет и более. Но это редкие исключения, которые большую часть своих операций осуществляли в специализированной области, возложив на самих себя ограничения на объемы используемого капитала и активно не привлекая мелких инвесторов<sup>[149]</sup>.

### ***Инвестиционные фонды: закрытые или открытые?***

Практически все взаимные (открытые) инвестиционные фонды, которые предоставляют своим участникам возможность ежедневно выкупать акции фонда по рыночным ценам, располагают соответствующей структурой для продажи новых акций. С ее помощью многие из них значительно увеличили свои размеры. У закрытых фондов, почти все из которых были созданы достаточно давно, структура капитала остается постоянной, что приводит к относительному уменьшению их удельного веса по сравнению с открытыми. Акции открытых фондов продаются многими тысячами энергичных торговых представителей, тогда как в распространении акций закрытых инвестиционных фондов особо никто не

заинтересован. Поэтому неудивительно, что большинство акций взаимных фондов удается продать мелким инвесторам с фиксированной премией около 9% сверх чистой стоимости активов (чтобы покрывать комиссионные торговым представителям и т.п.), в то время как большинство акций закрытых фондов можно приобрести по цене, которая *меньше* стоимости их активов. Величина дисконта неодинакова для различных фондов, а кроме того, она также меняется с течением времени. В табл. 9.3 приведены данные за 1961-1970 годы, иллюстрирующие колебания дисконта для акций закрытых инвестиционных компаний.

Не нужна особая проницательность, чтобы предположить, что более низкая цена акций закрытых инвестиционных фондов по сравнению с акциями взаимных фондов не имеет практически никакого отношения к их результатам. Эти выводы подтверждает сравнение данных табл. 9.3.

**Таблица 9.3. Характеристики закрытых и открытых инвестиционных фондов (%)**

Год	Средняя величина дисконта для акций закрытых инвестиционных фондов	Средняя доходность инвестиционных фондов закрытого типа <sup>[150]</sup>	Средняя доходность взаимных инвестиционных фондов <sup>[151]</sup>	Доходный индекс Standard
1970	-6	равны	-5,3	+3,5
1969		-7,9	-12,5	-8,3
1968	(+7) <sup>[153]</sup>	+ 13,3	+ 15,4	+ 10,4
1967	-5	+28,2	+37,2	+23,0
1966	-12	-5,9	-4,1	<b>-10,1</b>
1965	-14	+ 14,0	+24,8	+ 12,2
1964	-10	+ 16,9	+ 13,6	+ 14,8
1963	-8	+20,8	+ 19,3	+24,0
1962	-4	-11,6	-14,6	-8,7
1961	-3	+23,6	+25,7	<b>+27,0</b>
<b>Среднее значение за 10 лет:</b>		+9,14	+9,95	+9,79

Таким образом, инвестору можно предложить достаточно очевидное правило для выбора инвестиционного фонда. Если вы хотите вложить деньги в инвестиционный фонд, то покупайте акции инвестиционного фонда закрытого типа с ориентировочным дисконтом в пределах 10-15% от стоимости активов, вместо того чтобы переплачивать примерно 9% сверх стоимости активов в случае с акциями открытого инвестиционного фонда. С учетом предположения, что дивиденды и прирост стоимости капитала и в дальнейшем будут почти одинаковыми для этих двух групп, ваша доходность окажется на одну пятую выше, если вы приобретете акции закрытого инвестиционного фонда.

Торговый представитель взаимного инвестиционного фонда сразу же приведет свои аргументы: "Да, но с акциями закрытого инвестиционного фонда вы никогда не будете уверены в том, что сможете продать их по выгодной цене. Может так случиться, что при продаже дисконт окажется больше, чем при покупке, и тогда вы понесете убытки. С нашими же акциями вы получаете право вернуть их по цене, соответствующей 100%-ной стоимости активов фонда, и не ниже".

Давайте проверим этот аргумент. Нам предстоит хорошее упражнение на логическое мышление и просто здравый смысл. Предположим, что значение дисконта для акций закрытого инвестиционного фонда выросло. Давайте посмотрим, каким образом это отразится на вас? Принесут ли эти акции вам больший убыток, чем акции любого другого открытого инвестиционного фонда?

Для ответа на эти вопросы проведем простые арифметические расчеты. Представьте, что инвестор А покупает акции открытого инвестиционного фонда по цене, составляющей 109% от стоимости активов, а инвестор Б покупает акции закрытого инвестиционного фонда с дисконтом 15%, плюс 1,5% комиссионных. Допустим также, что за четыре года цена акций обоих инвесторов выросла на 30%, и они решили продать их.

Фонд выкупает у инвестора А его акции по 100%-ной стоимости активов. Таким образом, если мы учтем 9% премии, которые он уплатил при покупке, получится, что доходность использования активов фонда составила 21%. Для инвестора же доходность его инвестиций будет равна уже 19%. Сколько же должен выручить инвестор Б за акции своего закрытого инвестиционного фонда, чтобы получить такую же доходность на свои инвестиции, как и инвестор А? Ответ: он может продать акцию за 73%, т.е. дисконт составит 27% от стоимости активов фонда. Другими

словами, наш второй инвестор-менеджер может позволить себе, чтобы цена акций его фонда упала на 12 процентных пунктов, если хочет сохранить доходность своих инвестиций на уровне первого инвестора, который предпочел вложить свои средства в открытый инвестиционный фонд. Отметим, что столь значительное падение цен акций закрытых фондов случалось крайне редко. Следовательно, достаточно маловероятно, что вы получите в целом более низкую доходность, покупая с дисконтом акции закрытого инвестиционного фонда, доходность которого почти равна доходности типичного взаимного фонда. Если мы заменим наш фонд, продающий акции с премией, на бескомиссионный фонд, то, конечно же, привлекательность акций закрытого фонда несколько снизится, но все же они сохранит свое преимущество.

**Таблица 9.4. Средняя доходность диверсифицированных закрытых инвестиционных фондов в 1961-1970 годах<sup>[154]</sup> (%)**

	1970 год	Пять лет, 1966-1970 годы	1961-1970	Премия или дисконт, на декабрь 1970 года
Три инвестиционных фонда, акции которых продаются с премией	-5,2	+25,4	+115,0	Премия 11,4
Десять инвестиционных фондов, акции которых продаются с дисконтом	+1,3	+22,6	+102,9	Дисконт 9,2

Тот факт, что некоторые закрытые инвестиционные фонды продают акции, используя более высокий уровень премии, чем обычные 9%, заставляет нас задать еще один вопрос: "Действительно ли эти компании характеризуются исключительно высоким качеством управления активами, которое оправдывает столь высокие цены?" Если проанализировать их доходность за последние пять или десять лет, то ответ будет "Нет". Три из шести таких компаний занимались, в основном, зарубежными инвестициями. Их отличительной чертой является высокий разброс цен на их акции на протяжении нескольких лет. В конце 1970 года акции одного из фондов продавались за четверть их самой высокой цены, в следующем году — за треть, в следующем — по цене, составляющей менее половины. Если мы рассмотрим три другие компании, оперирующие с акциями американских компаний и продающие свои акции с премией, то можно

сделать вывод, что в среднем общая доходность за десять лет была несколько выше доходности десяти закрытых инвестиционных фондов, но на протяжении последних пяти лет наблюдалась противоположная ситуация. Результаты деятельности компаний *Lehman Corp.* и *General American Investors*, двух наиболее крупных инвестиционных фондов закрытого типа, представлены в табл. 9.5. В конце 1970 года один из них продавал акции по цене, на 14% превышающей чистую стоимость активов, а другой— на 7,6% ниже стоимости активов. Мы видим, что результаты деятельности этих фондов не оправдывают разность в цене акций.

**Таблица 9.5. Доходность двух лидирующих инвестиционных компаний закрытого типа<sup>[155]</sup> (%)**

1970 год	Пять лет, 1966-1970 годы	1961-1970 годы	Премия или дисконт, на декабрь 1970 года
<i>General Am. Investors Co.</i> -0,3	+34,0	+165,6	Дисконт 7,6
<i>Lehman Corp.</i> -7,2	+20,6	+108,0	Премия 13,9

### Сбалансированные фонды

Представленные в "Отчете Визенбергера" (*Wiesenberger Report*) 23 сбалансированных инвестиционных фонда вкладывали от 25 до 59% своих капиталов в привилегированные акции и облигации, т.е. в среднем на долю этих видов ценных бумаг приходилось 40%. Остальную часть портфеля составляли обыкновенные акции. Более логичным для типичного инвестора будет прямая покупка облигаций и привилегированных акций, без использования услуг взаимного инвестиционного фонда. Средняя доходность таких сбалансированных инвестиционных фондов в 1970 году составила только 3,9% (относительно активов), или 3,6% (относительно цены акции). Лучшим выбором для инвестора можно считать приобретение им сберегательных облигаций США, или корпоративных облигаций с рейтингом А и выше, или же безналоговых облигаций.

## 10. Инвестор и его консультанты

Уникальность инвестиционных операций с ценными бумагами как особого вида деятельности заключается в том, что инвестор практически всегда консультируется (в том или ином объеме) с другими лицами. Огромное большинство инвесторов — любители. И вполне естественно, что они считают, что с помощью профессионала смогут лучше выбрать ценные бумаги для своего портфеля. Однако следует учитывать, что сама суть инвестиционного консультирования имеет ряд особенностей.

Если люди занимаются инвестициями для получения прибыли, то они советуются с другими, как можно заработать деньги. Этот тезис в определенной степени выглядит наивным. Давайте посмотрим, как обстоит дело в обычных видах бизнеса. Занятые в них бизнесмены привлекают профессиональных консультантов для получения советов, касающихся различных сторон своего бизнеса, но они не ожидают, что им расскажут, как можно заработать прибыль. Это их собственная парадоксальная ситуация.

Совсем по-другому выглядит ситуация в сфере инвестиционного консультирования. Когда те же предприниматели, или обычные любители, полагаются на советы других людей для получения *инвестиционной прибыли*, то ожидают особого результата, который вряд ли может иметь место в обычном бизнесе.

Если мы допустим, что, инвестируя средства в ценные бумаги, можно рассчитывать на нормальный или стандартный уровень *доходности*, то в этом случае роль консультанта можно определить более четко. Он будет использовать свои профессиональные навыки и опыт для того, чтобы защитить своих клиентов от ошибок и убедиться в том, что они получают именно те нормальные результаты, которые способны принести их инвестиции.

Другое дело, когда инвестор хочет, чтобы его доходность превышала среднюю, или же консультант пытается сделать все, что в его силах, чтобы услужить своему клиенту. Тогда возникает справедливый вопрос: "Не желает ли одна сторона и не обещает ли другая гораздо большего, чем может быть достигнуто в действительности?"

Для получения инвестиционных советов можно использовать различные источники:

- 1) родственников и друзей, которые разбираются в ценных бумагах;

- 2) специалистов местного (коммерческого) банка;
- 3) брокерские фирмы или инвестиционных банков;
- 4) финансовые агентства и

5) инвестиционных консультантов<sup>[156]</sup>. Разнородный характер этого списка свидетельствует о том, что какой-либо единый логический или систематический подход к выбору источника консультирования среди инвесторов еще не сформировался.

Давайте с позиции здравого смысла (т.е. с точки зрения получения нормальной доходности) рассмотрим логику действий инвестора, когда он обращается за инвестиционными советами. Основной тезис сводится к следующему: если инвестор в процессе управления своими средствами полагается главным образом на советы других людей, то ему следует:

- либо ограничить свою деятельность и деятельность своих консультантов использованием стандартных, консервативных или наиболее простых форм инвестирования;
- либо чрезвычайно хорошо знать человека, который собирается управлять его средствами, используя другие формы.

Но если между инвестором и консультантами существуют обычные деловые или профессиональные отношения, то он должен воспринимать *нетрадиционные* инвестиционные советы только в рамках своих знаний и опыта, которые позволят ему сформировать собственное независимое суждение о рекомендациях консультантов. Тогда из категории пассивного инвестора он переходит в категорию активного.

### ***Инвестиционные консультанты и трастовые отделы банков***

Настоящие профессиональные инвестиционные консультанты, представляющие надежные консультационные фирмы, которые устанавливают довольно значительную годовую плату за свои услуги, довольно скромны в своих обещаниях и претензиях. Они вкладывают средства своих клиентов, в основном, в ценные бумаги, характеризующиеся нормальным уровнем процентных выплат и дивидендов. Свой выбор ценных бумаг они основывают на нормальном опыте инвестиционной деятельности. Большая часть средств клиента вкладывается в акции компаний-лидеров и государственные облигации (включая облигации штатов и муниципалитетов). В прочие ценные бумаги

обычно инвестируется не более 10% средств инвестора. Рассматриваемые компании обычно не стараются извлечь прибыль из колебаний фондового рынка.

Ведущие консультационные фирмы не претендуют на достижение исключительных результатов. Они гордятся своей осторожностью, консервативностью и компетентностью. Главная цель таких компаний — сохранение основной суммы капитала инвестора на протяжении определенного срока и обеспечение ему консервативного уровня доходности. И еще одно преимущество этих компаний заключается в том, что они оказывают своим клиентам дополнительные услуги. Возможно, их главная ценность, с точки зрения клиентов, состоит в том, что они защищают их от дорогостоящих ошибок. К тому же они предлагают максимально возможный для пассивного инвестора объем услуг в сфере инвестиционного консультирования.

Все сказанное о компаниях, специализирующихся на предоставлении инвестиционных консультаций, в целом относится также к трастовым и консультационным службам крупных банков [\[157\]](#).

### Финансовые агентства

Финансовые агентства рассылают стандартные бюллетени (иногда в форме телеграмм) своим подписчикам. Тематика бюллетеней разнообразна: состояние и перспективы развития той или иной сферы бизнеса; поведение и прогнозы финансовых рынков; информация и советы по отдельным акциям. В финансовых агентствах существуют и т.н. "справочные отделы", в обязанности которых входит отвечать на вопросы индивидуальных подписчиков. Стоимость таких услуг в среднем намного ниже, чем услуг инвестиционных консультантов для индивидуальных клиентов. Некоторые организации — в особенности *Babson* и *Standard Poor's* — могут выступать и как финансовое агентство, и как инвестиционный консультант. (Кстати, другие компании, например *Scudder, Stevens Clark*, осуществляют оба вида деятельности, будучи как инвестиционным консультантом, так и инвестиционным управляющим одного или больше инвестиционных фондов.)

Услуги финансовых агентств нацелены совсем на другой сегмент инвесторов, чем услуги инвестиционно-консалтинговых фирм. Клиенты



последних хотят избавиться от необходимости выполнять скучную, но необходимую работу, связанную с принятием решений в области инвестиций, и нанимают для этого специализированные фирмы. Финансовые же агентства предлагают информацию и консультации тем, кто либо сам занимается своим инвестиционным бизнесом, либо оказывает консультационные услуги другим. Многие из этих агентств специализируются на составлении с помощью различных "технических" методов прогнозов движения фондового рынка. Мы не будем рассматривать такие агентства, поскольку считаем, что их работа ни в коей мере не касается инвесторов (в том смысле, какой мы вкладываем в это понятие на страницах данной книги).

Некоторые ведущие финансовые агентства, такие как *Moody's Investment Service* и *Standard Poor's*, — известны тем, что собирают обширные статистические данные, служащие основой для всех серьезных исследований финансовых рынков. У этих агентств разнообразная клиентура — от наиболее консервативных инвесторов до самых откровенных спекулянтов. В конечном итоге такого рода агентства испытывают некоторые трудности, связанные с четким определением методологии формирования рекомендаций.

Услуги подобного типа, издавна предоставляемые агентствами вроде *Moody*, должны, очевидно, давать нечто ценное для широкого круга инвесторов. Что же это? Такие компании, в основном, ориентируются на интересы типичного активного инвестора-спекулянта, а потому их взгляды имеют определенный вес в этой сфере или хотя бы кажутся более надежными.

На протяжении многих лет финансовые агентства составляют прогнозы о положении на фондовом рынке, несмотря на то, что никто не воспринимает эту деятельность достаточно серьезно. Как и все в этой сфере, они оказывались иногда правильными, иногда ошибочными. При любой возможности они стремились подстраховать свое мнение, чтобы избежать риска абсолютного провала. (Здесь уместно вспомнить метод, используемый дельфийскими оракулами, который позволяет предсказателю выглядеть убедительно независимо от того, как на самом деле будут развиваться события в будущем.) На наш взгляд — возможно, это мнение несколько предвзятое, — этот вид их деятельности не имеет реального веса, за исключением того, что он немного раскрывает природу поведения человека на рынках ценных бумаг. Практически каждый, кто занимается операциями с обыкновенными акциями, хотел бы услышать еще чье-либо мнение по поводу того, что ожидает рынок в будущем. Понятно, что раз

есть спрос на такие прогнозы, то должно быть и их предложение.

Что касается анализа и прогнозов положения дел в той или иной сфере бизнеса, то информация финансовых агентств, конечно же, более авторитетна. Она представляет собой важную часть того огромного массива экономической информации, который доступен покупателям и продавцам ценных бумаг и использование которого способствует формированию обоснованных цен акций и облигаций.

Сложно оценивать рекомендации таких агентств в отношении конкретных ценных бумаг. Каждая такая рекомендация должна оцениваться отдельно, и окончательный вердикт должен основываться только на тщательном и содержательном изучении многолетнего периода. Но в деятельности таких агентств мы отметили одну убедительную деталь, которая уменьшает пользу всей консультационной деятельности. Речь идет о том, что такие агентства убеждены, что при благоприятном краткосрочном прогнозе для бизнеса компании следует покупать ее акции, а при неблагоприятном — продавать их *независимо от текущей цены*. Следование такому поверхностному подходу часто приводит к тому, что финансовые агентства не осуществляют глубоких аналитических исследований, которые они в состоянии делать, в частности, не изучают, является ли данная акция переоцененной или недооцененной, с учетом долгосрочных перспектив прибыльной работы компании.

Разумный инвестор не будет в своей деятельности на фондовом рынке опираться исключительно на советы финансовых агентств. Как мы уже отмечали, роль последних полезна лишь как источник информации и возможных вариантов действий инвестора.

### **Консультации брокерских фирм**

Вероятнее всего, наибольший объем информации и консультаций инвесторам предоставляют биржевые брокерские фирмы, которые, будучи членами Нью-йоркской (*New York Stock Exchange, NYSE*) и других фондовых бирж, выполняют за комиссионное вознаграждение заказы клиентов, связанные с куплей-продажей ценных бумаг. Практически все брокерские фирмы, обслуживающие клиентов, имеют в своей структуре "статистические" или аналитические отделы, которые отвечают на запросы и составляют рекомендации. *Клиенты* брокерских компаний (именно так

предпочитают называть сами брокеры *покупателей* своих услуг) бесплатно получают детальные сведения о положении дел на фондовом рынке, основанные на дорогих аналитических исследованиях.

В невинном, на первый взгляд, вопросе, какой же термин использовать — "покупатели" или "клиенты", на самом деле есть один интересный момент. "Покупатели" — термин, используемый для характеристики одной из сторон обычной деловой сделки. Если же мы говорим о профессиональной организации, оказывающей услуги, то здесь покупатель услуги называется клиентом. Брокерское братство Уолл-стрит руководствуется, вероятнее всего, наиболее высокими этическими стандартами по сравнению с любым другим бизнесом, но все же стандартов и репутации настоящих профессионалов оно еще не достигло [\[158\]](#).

В прошлом брокерские конторы Уолл-стрит процветали, в основном, благодаря спекуляции с ценными бумагами, однако спекулянты, взятые как отдельный класс участников фондового рынка, несли убытки. Брокерские фирмы, придерживаясь профессиональных стандартов ведения бизнеса, не имели права рекомендовать своим клиентам проводить убыточные спекулятивные операции.

В этих условиях некоторые брокерские фирмы стали воздерживаться от стимулирования спекулятивных операций своих клиентов. Такие фирмы ограничились выполнением получаемых заказов, предоставлением финансовой информации, анализом и высказыванием своего мнения относительно инвестиционных качеств тех или иных ценных бумаг. Таким образом, по крайней мере теоретически, они не несут никакой ответственности ни за прибыль, ни за убытки своих клиентов-спекулянтов [\[159\]](#).

Большинство брокерских контор все же твердо придерживаются старых лозунгов, гласящих, что они занимаются этим бизнесом ради получения комиссионных, а единственный способ добиться успеха в этой сфере — давать покупателям то, что они хотят. Поскольку наиболее прибыльные покупатели — спекулянты, естественно, они хотят получить советы именно относительно спекулятивных операций. Поэтому типичная брокерская фирма не только активно участвует в дэй-трейдинге, но и анализирует такого рода операции, а также предоставляет соответствующие рекомендации. Брокеры трудятся не покладая рук над тем, чтобы помочь своим потребителям заработать деньги в той сфере, в которой они, даже согласно математическим законам, в итоге обречены

нести убыток<sup>[160]</sup>. Мы имеем в виду, что спекулятивные операции не могут быть прибыльными в течение длительного времени для большинства клиентов брокерских фирм.

Но если, кроме того, они занимаются и действительно инвестиционными (по своему характеру) операциями, приносящими доход, то последний может покрывать убытки от спекулятивных операций.

Консультации и информацию инвестору предоставляют два типа сотрудников брокерских фирм: брокер по работе с клиентом (*customer's broker*), которого еще называют управляющим клиентским счетом (*account executive*), и финансовый аналитик.

Брокеров по работе с клиентами еще называют зарегистрированными представителями (*registered representative*). Раньше они носили менее величественный титул — слуга клиента (*customer's man*). Сегодня это чаще всего человек с хорошим характером и не менее хорошим знанием ценных бумаг, который действует в соответствии с жесткими правилами. Но все же, поскольку их бизнес — это получение комиссионных, им вряд ли удастся избежать мыслей о спекуляции. Поэтому покупателю ценных бумаг, который не желает поддаваться спекулятивным настроениям, следует быть особо осторожным в своих отношениях с брокером. Он должен четко показать (и на словах, и на деле), что не заинтересован ни в чем, что даже отдаленно напоминает спекуляцию с ценными бумагами. Если брокер ясно поймет, что перед ним настоящий инвестор, то он будет уважать его точку зрения и сотрудничать с ним должным образом.

Финансовый аналитик, которого раньше чаще всего называли аналитиком по ценным бумагам, — человек сродни автору, который сам на протяжении 50 лет был таковым и научил этому множество других людей. На данном этапе мы будем говорить только о финансовых аналитиках, которые работают в брокерских фирмах. Их функции предельно ясны из названия должности. Финансовый аналитик занимается глубокими исследованиями отдельных ценных бумаг, осуществляет сравнения акций компаний, действующих в рамках одной отрасли, и дает экспертные оценки о безопасности, привлекательности или внутренней стоимости всех типов акций и облигаций.

Для инвестора может показаться удивительным отсутствие формальных квалификационных требований к работе финансового аналитика. В противовес этому подчеркнем, что брокер должен сдать экзамен, пройти специальные тесты и, согласно правилам, зарегистрироваться на Нью-йоркской фондовой бирже. Практика показывает, что почти все молодые финансовые аналитики имеют за

плечами прекрасную подготовку в школах бизнеса, а их зрелые коллеги благодаря многолетнему опыту ни в чем им не уступают. В большинстве случаев брокерские фирмы проверяют квалификацию и компетентность своих аналитиков<sup>[161]</sup>.

Клиент брокерской фирмы может либо получать консультации непосредственно у финансового аналитика, либо контактировать с ним опосредованно — через брокера. В любом случае аналитик может предоставить клиенту существенный объем информации и помощь. Хочется подчеркнуть, что ценность финансового аналитика для инвестора зависит в основном от позиции последнего. Если он задает аналитику правильные вопросы, то у него больше шансов получить правильные— или хотя бы ценные— ответы. Мы уверены в том, что финансовым аналитикам, работающим в брокерских фирмах, очень мешает убежденность в том, что им следует разбираться во всех без исключения вопросах фондового рынка. Если его спрашивают, что он может сказать о той или иной акции, то часто это означает: "Будет ли курс данной акции расти на протяжении нескольких следующих месяцев?" В результате многие из них вынуждены проводить анализ, поглядывая одним глазом на текущие финансовые сводки. Естественно, это сказывается на качестве выводов<sup>[162]</sup>.

Рассмотрим некоторые теоретические положения, на которых основывается анализ ценных бумаг и его достижения. Огромное количество финансовых аналитиков, работающих в брокерских конторах, могут оказать исключительную помощь истинным инвесторам, которые хотят удостовериться в том, что за свои деньги они получают действительно "ценные" ценные бумаги. Как и в случае с брокером, финансовому аналитику с самого начала нужно знать, чего вы хотите. Если он убедится в том, что к нему обратился человек, которые судит об акциях по их истинной стоимости, а не по рыночным котировкам, инвестор сможет получить действительно ценные рекомендации.

### ***Диплом CFA и его значение для финансового аналитика***

В 1963 году был сделан важный шаг для укрепления профессиональной репутации и ответственности финансовых аналитиков. Официальный титул *сертифицированного финансового аналитика* сейчас

присуждается тем специалистам, кто сдаст необходимые экзамены и отвечает другим критериям <sup>[163]</sup>. Изучаемые ими дисциплины включают анализ ценных бумаг и управление их портфелем. Дипломы CFA, подобно дипломам сертифицированного бухгалтера (certified public accountant (CPA)), высоко ценятся и признаются во всем мире. Их присуждение, несомненно, служит важным инструментом повышения стандартов работы финансовых аналитиков и ведет, в итоге, к формированию истинного профессионализма в их деятельности <sup>[164]</sup>.

### *Сотрудничество с брокерскими фирмами*

Одним из наиболее тревожных событий со времени выхода в свет последнего издания книги стали финансовое трудности, а иногда и банкротство, многих брокерских контор Нью-йоркской фондовой биржи, включая, по крайней мере, две весьма крупные <sup>[165]</sup>. Подобное случилось впервые за последние полвека.

Ряд факторов послужил причиной такой ситуации. На протяжении многих десятилетий Нью-йоркская фондовая биржа ужесточала контроль за операциями и финансовым положением своих членов. Для них устанавливались минимальные размеры капитала, они могли подвергнуться неожиданной аудиторской проверке и т.п. Кроме того, на протяжении 37 лет деятельность фондовых бирж и их членов контролировалась Комиссией по ценным бумагам и фондовым биржам. И, в конце концов, условия для бизнеса брокерских контор были очень благоприятными — постоянно росли объемы сделок, были установлены минимальные ставки комиссионных (что способствовало снижению конкуренции), ограничивалось количество брокерских фирм.

Первоначально (в 1969 году) финансовые проблемы брокерских фирм обуславливались увеличением объемов их операций. Это, как уже отмечалось, привело к повышению ставок налогообложения, накладных расходов и стало причиной многих проблем при выполнении финансовых расчетов. Следует отметить, что, возможно, это был первый случай в истории, когда компании такого уровня разорялись из-за того, что не могли справиться с ростом своего бизнеса. В 1970 году количество банкротств среди брокерских контор увеличилось, но они уже жаловались, в основном,

на "спад в бизнесе". Странные жалобы, если учесть, например, что оборот *NYSE* в 1970 году составил 2937 миллионов акций — самый крупный оборот за всю ее историю, который больше чем в два раза превысил объемы сделок в любом году до 1965 года.

На протяжении 15 лет эпохи "бычьего" рынка, закончившейся в 1964 году, ежегодный оборот биржи в среднем составлял "всего лишь" 712 миллионов акций (четверть от уровня 1970 году), но брокерский бизнес в это время процветал наиболее успешно. Если же руководство брокерских компаний позволило своим накладным и прочим издержкам выйти из-под контроля до такой степени, что их уровень катастрофически сказался на их бизнесе, когда объем операций немного снизился, то это свидетельствует о недостаточно квалифицированном менеджменте.

Таким образом, вырисовалось третье объяснение финансовых проблем, которое мы считаем наиболее правдоподобным и весомым из всех перечисленных. Оказалось, что значительная часть капитала некоторых брокерских фирм была инвестирована в спекулятивные акции, цена некоторых из которых оказалась явно завышенной. В 1969 году спад на фондовом рынке вызвал и ощутимое падение их котировок, что, в свою очередь, привело к потере значительной части капитала этих фирм [\[166\]](#). К тому же брокерские конторы в свои спекулятивные операции привлекали ту часть капитала, которая предназначалась для защиты их клиентов от рисков, связанных с операциями на фондовом рынке. Это было, мягко говоря, непростительно.

Инвестор должен использовать свой разум не только при формулировании своей финансовой политики в общих чертах, но и при проработке ее отдельных деталей. Речь идет и о выборе достойной брокерской фирмы. До последнего времени мы советовали читателям консультироваться исключительно у членов Нью-йоркской фондовой биржи, если только у вас нет неопровержимых доказательств в пользу фирмы, которая таковой не является. Весьма неохотно вынуждены дать еще несколько советов из этой области. Мы считаем, что те участники фондового рынка, которые не занимаются маржинальной торговлей, — а к ним относятся, согласно нашей классификации, все *непрофессиональные* инвесторы, — должны пользоваться услугами своего банка для доставки ценных бумаг. Поручая своему брокеру приобрести ценные бумаги, вы должны проинструктировать его, чтобы он доставил купленные ценные бумаги в банк, который и оплатит их покупку. И наоборот, при продаже ценных бумаг вам следует проинструктировать банк, который должен предоставить посреднику ценные бумаги в обмен на их оплату. Эти услуги

обойдутся немного дороже, но они стоят того с точки зрения вашей безопасности и спокойствия. Этот совет можно игнорировать лишь тогда, когда инвестор будет уверен, что все проблемы брокерских фирм на фондовой бирже решены, но никак не раньше [\[167\]](#).

### **Инвестиционные банки**

С помощью термина "*инвестиционный банк*" (*investment banker*) мы характеризуем фирму, бизнес которой в значительной степени связан с организацией, подпиской и продажей новых эмиссий акций и облигаций. (С помощью механизма подписки (андеррайтинга — *underwriting*) эмитент получает гарантии того, что выпускаемые ценные бумаги будут полностью проданы.) Подпиской занимаются очень многие брокерские дома. В большинстве своем эта деятельность сводится к участию в эмиссионном синдикате, возглавляемом т.н. "лид-менеджером". Среди брокерских фирм также наблюдается тенденция к инициированию и организации новых эмиссий акций во времена активной динамики "бычьего" рынка.

Инвестиционные банки представляют, по нашему мнению, наиболее значимую часть финансового сообщества на Уолл-стрит, поскольку именно они способствуют привлечению средств для расширения той или иной сферы бизнеса. Действительно, наиболее сильные аргументы в пользу активного функционирования фондового рынка, несмотря на спекулятивные эксцессы, состоят в том, что организованные финансовые рынки ценных бумаг упрощают процесс размещения новых выпусков облигаций и акций. Если инвесторы или спекулянты считают, что рынок еще не готов принять новую эмиссию предлагаемых им ценных бумаг, то они могут просто отказаться их приобретать.

Отношения между инвестором и инвестиционным банком аналогичны отношениям между продавцом и возможным покупателем. Следует отметить, что в прошлом значительную часть среди новых выпусков ценных бумаг (в денежном исчислении) составляли облигации, приобретавшиеся, в основном, такими финансовыми организациями, как банки и страховые компании. Понятно, что инвестиционные банки, продавая такие облигации, имели дело с искушенными и опытными покупателями. Поэтому любые рекомендации инвестиционных банков, которые они давали банкам и страховым компаниям, подвергались



серьезному анализу. Можно сказать, что партнеры были в "одинаковом весе".

Иначе обстоит дело во взаимоотношениях между *индивидуальным* покупателем ценной бумаги и фирмами, осуществляющими продажу новых выпусков ценных бумаг. В этом случае покупатель часто не имеет опыта и очень редко бывает проницательным. Он легко верит словам продавца, особенно когда ему предлагают обыкновенные акции, поскольку часто именно с ростом их курса связывает надежды на скорое получение прибыли. Поэтому рядовой инвестор должен в большей степени полагаться на свою способность к критической оценке качества предлагаемых ему ценных бумаг, а не на совесть и этику сотрудников компаний, продающих их ему [\[168\]](#).

К чести фирм-андеррайтеров следует сказать, что им достаточно хорошо удается объединять в одном лице противоречивые роли консультанта и торговца. Однако покупателю не следует целиком полагаться на мнение продавца. В 1950 году мы писали: "Негативные результаты такого некритического отношения периодически проявляются в сфере андеррайтинга, при этом особенно отрицательные результаты наблюдаются при продаже новых выпусков обыкновенных акций во времена активной спекуляции". Вскоре это предупреждение доказало свою правоту. Как уже упоминалось, 1960-1961 и затем 1968-1969 годы были отмечены беспрецедентным наводнением фондового рынка выпусками ценных бумаг низкого качества, которые предлагались по абсурдно высоким ценам. Во многих случаях наблюдалось дальнейшее повышение цен благодаря неосмотрительной спекуляции и манипуляциям с ними. Отдельные наиболее крупные брокерские фирмы в некоторой степени принимали участие в этой сомнительной деятельности, которая продемонстрировала, что хорошо знакомый симбиоз жадности, недалковидности и безответственности не исчез с финансовой арены.

Разумный инвестор, несомненно, примет во внимание советы и рекомендации, полученные им от инвестиционных банков, особенно имеющих хорошую репутацию; но он обязательно подвергнет их критической оценке — либо собственной, либо других консультантов [\[169\]](#).

У жителей небольших городов сохранилась хорошая традиция консультироваться по вопросам инвестирования у сотрудников местного коммерческого банка. Хотя он может и не быть опытным экспертом в сфере оценки стоимости ценных бумаг, но у этого учреждения имеется опыт и наработанные консервативные подходы в этой области. Особенно полезен он будет для новичков, которые постоянно борются с соблазном сойти с прямого и не особо захватывающего пути пассивного инвестора, а потому нуждаются в постоянном влиянии здравого смысла. Более предприимчивый и агрессивный инвестор, нуждающийся в советах по выбору наиболее выгодных объектов для своих инвестиций, может и не согласиться с точкой зрения своего банкира<sup>[170]</sup>.

Более критично мы относимся к широко распространенной привычке советоваться по вопросам инвестиционной деятельности с родственниками или друзьями. Тот, кто нуждается в совете, всегда думает, что у него есть веские причины считать, что консультирующий его человек обладает превосходными знаниями или опытом. Наши личные наблюдения свидетельствуют о том, что найти подходящего советчика так же тяжело, как и выбрать стоящие ценные бумаги самому. Множество плохих советов предоставляются бесплатно.

### *Резюме*

Инвесторы, готовые платить за управление своими фондами, могут со знанием дела выбрать одну из стабильных фирм с хорошими рекомендациями, которая специализируется на предоставлении услуг по инвестиционному консультированию. Они также могут воспользоваться услугами инвестиционного отдела крупного траста или услугами по управлению капиталом, предоставляемыми некоторыми ведущими брокерскими фирмами — членами Нью-йоркской фондовой биржи. Ожидаемые результаты никоим образом не будут исключительными, но они соизмеримы с результатами среднего хорошо информированного и осторожного инвестора.

Большинство покупателей получают совет, даже не оплачивая эту услугу специально. Само собой разумеется, что во многих случаях инвесторы не имеют права рассчитывать на получение доходности выше

средней по фондовому рынку. Следует относиться с осторожностью ко всем (независимо от того, являются ли они брокерами, обслуживающими клиентов, или же продавцами ценных бумаг), кто обещает высокую спекулятивную доходность. Этот совет касается и выбора ценных бумаг, и сложного искусства торговли на фондовом рынке.

Пассивный инвестор должен обладать знаниями не только для того, чтобы оценить предоставляемые ему консультантами рекомендации. Он должен уметь четко сформулировать, какие именно ценные бумаги собирается покупать. Мы рекомендуем ему ограничить свой портфель облигациями высокого инвестиционного качества и обыкновенными акциями ведущих корпораций, желательно тех, которые можно приобрести по не слишком высоким ценам, если учитывать анализ их стоимости. Финансовый аналитик, представляющий любую брокерскую контору с хорошей репутацией, может составить список таких обыкновенных акций и подтвердить инвестору, можно ли считать их текущий курс приемлемым.

Активный инвестор, как правило, тесно сотрудничает со своими консультантами. Он захочет получить детальные рекомендации и исходя из них будет настаивать на формировании своей собственной точки зрения. Ожидания и характер операций с ценными бумагами активного инвестора будут соответствовать развитию его собственных знаний и опыта в этой области. Только в особых случаях, когда его консультанты продемонстрируют исключительную честность и компетентность, инвестору следует действовать в соответствии с предложенными советами без детального их анализа.

Практика показывает, что всегда находились безнравственные торговцы ценными бумагами и ненадежные фондовые брокеры, поэтому мы настоятельно рекомендуем нашим читателям ограничивать свои операции, если это возможно, сотрудничеством с членами Нью-йоркской фондовой биржи. Однако мы также вынуждены дать вам еще один совет, касающийся дополнительной осторожности: доставку ценных бумаг и проведение платежей следует осуществлять с помощью своего банка. Проблемы с безопасностью фондовых сделок на Уолл-стрит, конечно, постепенно решаются, но в конце 1971 года мы все еще придерживаемся поговорки: "Семь раз отмерь, один раз отрежь".

## 11. Анализ ценных бумаг для непрофессионального инвестора: общий подход

Люди, избравшие стезю финансового аналитика, сегодня могут воочию убедиться в том, насколько правильный шаг они сделали. Эта профессия приносит им очень хороший доход. Профессиональные ассоциации финансовых аналитиков, которые входят в Национальную федерацию финансовых аналитиков (National Federation of Financial Analysts), насчитывают сегодня свыше 13 тысяч членов, большинство из которых зарабатывают себе на жизнь с помощью этого вида деятельности. Подготовка финансовых аналитиков ведется с помощью специальных учебников. Выпускается специализированный ежеквартальный журнал. В своей работе финансовые аналитики обязаны придерживаться норм этического кодекса<sup>[171]</sup>.

Однако следует сказать, что в этой области существуют и нерешенные проблемы. В последние годы отмечена тенденция к замене анализа ценных бумаг (*security analysis*) финансовым анализом (*financial analysis*). Последний термин распространен шире и больше подходит для описания деятельности большинства старших аналитиков (*senior analyst*), работающих на Уолл-стрит. Мы считаем, что различие между этими двумя терминами заключается в следующем. Рамки анализа ценных бумаг в основном ограничиваются изучением и оценкой стоимости акций и облигаций, в то время как финансовый анализ дополнительно включает определение инвестиционной политики (формирование портфеля ценных бумаг) и довольно значительный объем общего экономического анализа<sup>[172]</sup>. В этой главе мы будем использовать наиболее подходящий термин, уделяя при этом самое главное внимание работе финансового аналитика.

Финансовый аналитик имеет дело с прошлым, настоящим и будущим конкретных ценных бумаг. Его работа заключается в следующем: описание бизнеса; суммирование данных о производственной деятельности и финансовом состоянии; формулирование слабых и сильных сторон в деятельности компании, ее возможностей и рисков; оценка будущей способности компании к прибыльной работе с учетом различных вариантов

развития событий. Он проводит тщательное сравнение разных или одной и той же компании в разные периоды времени. И в своем резюме он представляет выводы по поводу безопасности ценных бумаг — для облигаций либо привилегированных акций инвестиционного качества — или относительно их привлекательности в качестве объекта инвестиций.

При выполнении всей этой работы финансовый аналитик использует различные методы — от элементарных до самых сложных. Он может подвергнуть существенным трансформациям данные годовой отчетности компании, даже если она "освящена" печатью аудиторской компании. Финансового аналитика главным образом интересуют те позиции отчета, изучение которых позволит ему сделать вывод о том, что данные ценные бумаги представляют интерес с точки зрения объекта купли-продажи.

Финансовый аналитик разрабатывает и использует стандарты безопасности, с помощью которых мы можем сделать вывод о том, можно ли считать данные привилегированные акции или облигации достаточно надежными для того, чтобы оправдать их покупку. Эти стандарты основываются, прежде всего, на динамике средней доходности, но также учитывают структуру капитала, величину рабочего капитала, оценку активов и другие показатели.

До недавнего времени в работе с обыкновенными акциями финансовые аналитики только в отдельных случаях применяли такие же четкие стандарты оценки их стоимости, какими они пользовались при оценке безопасности облигаций и привилегированных акций. Главным образом они занимались изучением финансового состояния компании-эмитента в прошлом, а также (в большей или меньшей степени) составлением прогнозов на будущее. Особое внимание при этом уделялось ближайшему году. На основании такого анализа ими делались довольно произвольные выводы. Практика показывает, что финансовые аналитики часто опираются на то, как обстоят дела с акциями компании в данный момент.

На протяжении последних нескольких лет финансовые аналитики все же стали уделять больше внимания практическому решению проблемы определения стоимости "акций роста". Курс многих из этих акций был так высок по сравнению с их прибылью в прошлом и настоящем, что те из финансовых аналитиков, кто рекомендовал их для покупки, чувствовали себя обязанными обосновать свои выводы с помощью достаточно четких прогнозов размеров прибыли компании в достаточно длительном периоде. Для подтверждения полученных оценок финансовые аналитики были вынуждены призвать себе на помощь достаточно изощренные

математические методы.

Эти методы мы рассмотрим немного позже в несколько упрощенной форме. Здесь же следует отметить один парадокс: математические методы оценки стоимости чаще используются в тех сферах, которые принято считать наименее надежными. Чем сильнее оценка стоимости начинает зависеть от предположений по поводу развития событий в будущем — и чем меньше связывается с результативностью работы в прошлом, — тем более уязвима она по отношению к возможным просчетам и серьезным ошибкам. Большая часть проанализированных нами оценок "акций роста", характеризующихся высоким значением коэффициента P/E, опиралась на прогнозные значения прибыли компаний, которые серьезно отличались от показателей ее работы в прошлом. Мы можем говорить о том, что сегодня финансовые аналитики оказались в такой ситуации, которая вынуждает их даже при самых простых оценках все больше использовать сложные математические расчеты и т.н. "научные" подходы, что неблагоприятно сказывается на точности получаемых данных<sup>[173]</sup>.

Давайте все же продолжим рассмотрение более важных элементов и методов анализа ценных бумаг. Современное его понимание предполагает, что он направлен на удовлетворение потребностей непрофессиональных инвесторов. Им необходимо как минимум понять, о чем говорит финансовый аналитик и каковы мотивы его деятельности. Желательно также, чтобы инвестор мог провести черту между поверхностным и основательным анализом.

Анализ ценных бумаг для непрофессионального инвестора начинается с анализа годовой финансовой отчетности компании. Этот аспект раскрыт для непрофессионалов в отдельной книге под названием *The Interpretation of Financial Statements* <sup>[174]</sup>. Мы не видим необходимости детально обсуждать этот вопрос в данной главе, поскольку главное для нас — раскрыть принципы поведения инвесторов, а не разобраться с тем, как следует анализировать годовую отчетность. Давайте рассмотрим два вопроса, лежащих в основе выбора инвестором ценных бумаг. Какие существуют главные критерии безопасности корпоративных облигаций и привилегированных акций? Каковы определяющие факторы при анализе стоимости обыкновенных акций?

Самая надежная и, следовательно, заслуживающая наибольшего уважения область анализа ценных бумаг связана с безопасностью, или качеством, облигаций и привилегированных акций инвестиционного уровня. Основным критерий, который используется при оценке качества корпоративных облигаций, — это величина среднего коэффициента покрытия процентов, показывающего, во сколько раз прибыль компании превышает ее процентные выплаты (в среднем за ряд лет). Чем он выше, тем выше качество облигации. Для привилегированных акций таким критерием является сходный коэффициент, показывающий, во сколько раз полученная прибыль превышала (покрывала) суммарную величину процентных выплат по облигациям и дивидендов по привилегированным акциям.

Точное значение этих коэффициентов варьируется в зависимости от мнения конкретного агентства или специалиста. Поскольку значения данных критериев устанавливаются произвольно, мы не можем выбрать наиболее подходящий из них. В переработанном и исправленном издании учебника "Анализ ценных бумаг" (*Security Analysis*), вышедшем в 1961 году, мы рекомендуем определенные значения коэффициентов покрытия {"coverage"standards), которые приведены в табл. 11.1<sup>[175]</sup>.

**Таблица 11.1. Рекомендуемые минимальные значения коэффициентов покрытия для облигаций и привилегированных акций**  
**А. Для облигаций инвестиционного уровня**

**Минимальное значение отношения прибыли ко всем фиксированным платежам**

Тип компании	До уплаты налога на прибыль		После уплаты налога на прибыль	
	Среднее значение за семь лет	Альтернативный вариант: для "наименее благоприятного года"	Среднее значение за семь лет	Альтернативный вариант: для "наименее благоприятного года"
Коммунальные	4		2,65	2,10
Железнодорожные	5		3,20	2,65
Промышленные	7		4,30	3,20
Розничная торговля	5		3,20	2,65

## **Б. Для привилегированных акций инвестиционного уровня**

Необходимо выйти на те же минимальные цифры, что приведены выше. При этом рассчитывается отношение прибыли до уплаты налогов к сумме фиксированных платежей и удвоенной величины дивидендов по привилегированным акциям.

*Примечание.* Включение удвоенной величины дивидендов по привилегированным акциям обусловлено тем, что из них не вычитается налог на прибыль, в то время как процентные выплаты подлежат налогообложению.

## **В. Другие категории облигаций и привилегированных акций**

Представленные выше значения коэффициентов не применимы, во-первых, к холдинговым коммунальным компаниям, во-вторых, к финансовым компаниям, в-третьих, к компаниям, занимающимся операциями с недвижимостью. Требования к этим особым группам компаний здесь не рассматриваются.

Рассматриваемый здесь базовый критерий используется только по отношению к средним результатам за семилетний период. Другие авторы требуют, чтобы минимальное значение коэффициентов покрытия рассчитывалось для каждого рассматриваемого года. Мы согласны с критерием "наименее привлекательного года" ("*poorest-year*" test) как альтернативой критерию с использованием средних значений за семилетний период. Важно, чтобы любой из этих критериев соблюдался для облигаций и привилегированных акций.

Можно возразить, что большой рост процентных ставок по облигациям, начавшийся в 1961 году, оправдывает некоторое уменьшение значений коэффициентов покрытия. Понятно, что промышленной компании намного тяжелее выйти на семикратное значение коэффициента покрытия при ставке 8%, чем при ставке 4,5%. Чтобы учесть изменившуюся ситуацию, мы предлагаем рассмотреть возможности использования альтернативного критерия — отношения процентных выплат к номиналу облигации. Его значение (для прибыли до вычета налогов) должно составлять 33% для промышленной компании, 20% — для коммунальной и 25% — для железнодорожной компании. При этом нужно помнить, что проценты, которые в действительности выплачиваются компаниями по своей суммарной задолженности, ниже текущих 8%, поскольку ранее выпущенные облигации имели более низкие купонные ставки. Значение критерия "наименее благоприятного года" можно



установить на уровне примерно двух третьих среднего значения коэффициента покрытия, взятого за семь лет.

В дополнение к рассмотренным используются и ряд других критериев.

1. *Размер компании.* Устанавливается минимальный с точки зрения объема операций размер для корпорации. Значение этого показателя варьируется для промышленных, коммунальных и железнодорожных компаний. Для муниципальных облигаций во внимание принимается численность населения.

2. *Коэффициент "цена акции/капитал".* Показывает соотношение рыночной цены "младших" акций<sup>[176]</sup> к общей номинальной величине задолженности или сумме долга и стоимости привилегированных акций. Это — приближенная оценка защиты, или "подушки", доступной благодаря тому, что у компании имеются "младшие" ценные бумаги, владельцы которых должны, прежде всего, нести основную ношу неблагоприятного развития ситуации. Этот коэффициент включает рыночную оценку будущих перспектив предприятия.

3. *Капитал.* Еще недавно считалось, что главной защитой и основой безопасности облигаций являются активы компании (рассматриваемые по балансовой или оценочной стоимости). Опыт показал, что в большинстве случаев безопасность заключается в способности компании приносить прибыль, и если она (способность) слабая, то активы компании теряют большую часть своей предполагаемой стоимости. Но стоимость активов остается важным отдельным критерием достаточности обеспечения по облигациям и привилегированным акциям для трех групп компаний: коммунальных (поскольку уровни процентной ставки могут сильно зависеть от собственности компании); занимающихся операциями с недвижимостью и инвестиционных.

На этом этапе смысленный инвестор должен задать вопрос: "Насколько надежны критерии безопасности, в основе которых лежат прошлые и текущие результаты работы компании, если выплата процентов и основной суммы долга зависит от того, что принесет будущее?"

Ответить на этот вопрос можно исходя только из опыта. Практика показывает, что эмитентам облигаций и привилегированных акций, которые выдержали строгий тест на безопасность, основывающийся на их прошлых показателях, в большинстве случаев удается успешно справиться с превратностями будущего. Этот факт подтверждается на примере большинства облигаций железнодорожных компаний — отрасли, в которой отмечены частые банкротства и серьезные потери. Практически каждая компания, у которой возникали проблемы, имела чрезмерно высокий

уровень долга. У нее также наблюдалось низкое значение коэффициента покрытия фиксированных затрат в периоды средней доходности. И если инвесторы придерживались строгих критериев безопасности, то они не покупали облигации таких "проблемных" компаний. И наоборот, практически каждой железной дороге, финансовое состояние которой отвечало таким требованиям, удавалось избежать проблем.

Наши рассуждения подтверждают истории многих железнодорожных компаний, прошедших периоды реорганизации в 1940-1950-х годах. У них всех, за исключением одной, первоначальная величина фиксированных затрат была таковой, что значение коэффициента покрытия фиксированных затрат было достаточным или хотя бы приемлемым. Исключение составляла компания *New Haven Railroad*, прибыль которой на протяжении периода реорганизации в 1947 году превысила фиксированные затраты только в 1,1 раза. В результате в то время как все компании смогли пройти через довольно тяжелые времена, не утратив при этом свою платежеспособность, к компании *New Haven* в 1961 году (уже в третий раз) была вновь применена процедура попечительства.

В главе 17 мы рассмотрим некоторые аспекты банкротства компании *Penn Central Railroad*, которое потрясло финансовые круги в 1970 году. Самый поверхностный анализ показывал, что коэффициент покрытия фиксированных затрат не соответствовал консервативным стандартам его значения с начала 1965 года. Поэтому рассудительный инвестор вообще не покупал или избавился бы от них задолго до финансового кризиса.

Наши рассуждения относительно достаточности информации о прошлых результатах для оценки будущей безопасности ценных бумаг особенно применимы к коммунальным компаниям, ценные бумаги которых занимают значительную часть рынка облигаций. Банкротство электрической коммунальной компании с хорошей капитализацией почти невозможно. С тех пор, как была учреждена Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам<sup>[177]</sup> (*Securities and Exchange Commission*), методы финансирования коммунальных предприятий стали разумными и случаи их банкротства больше не наблюдались. Финансовые проблемы газовых и электрических коммунальных компаний в 1930-х годах практически на 100% объяснялись несоблюдением принципов разумного финансирования их бизнеса, что отчетливо отразилось на структуре капитализации компаний. Поэтому простые, но строгие критерии определения степени безопасности акций компании могли бы предупредить инвесторов держаться подальше от облигаций компаний, которые в дальнейшем должны были потерпеть крах.

При рассмотрении корпоративных облигаций мы увидим, что информация о результатах бизнеса компаний в прошлом достаточно разнится. Несмотря на то, что корпорации в целом продемонстрировали более высокую способность зарабатывать прибыль, чем железнодорожные или коммунальные компании, уровень внутренней стабильности бизнеса отдельных компаний или отраслей был несколько ниже. Так, существовали, по крайней мере в прошлом, веские причины для ограничения покупок облигаций и привилегированных акций компаний, которые не только занимали ведущие позиции в отрасли, но и показали свою способность противостоять серьезной депрессии.

Начиная с 1950 года было отмечено лишь несколько случаев дефолта корпоративных облигаций. Но этот факт можно частично списать на отсутствие серьезных депрессий на протяжении этого длительного периода. С 1966 года в финансовом состоянии большинства промышленных компаний отмечены неблагоприятные тенденции. Существенные осложнения возникли в результате неразумного расширения объемов их бизнеса. Это, с одной стороны, привело к огромному увеличению как банковских кредитов, так и долгосрочной задолженности, с другой — стало причиной частых операционных убытков вместо ожидаемой прибыли. В начале 1971 года было подсчитано, что за семь лет процентные выплаты всех нефинансовых компаний выросли с 9,8 млрд. в 1963 году до 26,1 млрд. долл. в 1970 году. При этом в 1971 году на процентные выплаты приходилось 29% совокупной прибыли до уплаты налогов по сравнению с 16% в 1963 году <sup>[178]</sup>. Вполне понятно, что во многих компаниях увеличение долговой нагрузки оказалось весьма существенным. В кругах инвесторов хорошо известны компании, взвалившие на себя груз множества облигационных выпусков. На наш взгляд, стоит повторить предостережение из нашего издания 1965 года: "Мы не совсем готовы полагать, что инвестор может рассчитывать на дальнейшее продолжение благоприятной ситуации, и таким образом ослабить свои стандарты безопасности относительно выбора промышленных или других облигаций".

### ***Анализ обыкновенных акций***

В идеальном случае анализ обыкновенных акций начинается с оценки

их стоимости, которую можно сравнить с текущей рыночной ценой для определения привлекательности их покупки. Для определения стоимости акции, как правило, оценивают среднее значение прибыли компании на протяжении определенного *будущего* периода, которое затем умножают на соответствующий "коэффициент капитализации".

На сегодня методика оценки будущей способности компании зарабатывать прибыль имеет стандартный вид. Сначала определяются средние объемы продаж за прошедший период, цены продукции и операционная маржа. Затем на основе предположений об изменении отмеченных объемов продаж и уровня цен составляются прогнозы продаж в денежном измерении. Эти оценки, в свою очередь, прежде всего основываются, во-первых, на прогнозах динамики валового национального продукта (ВНП) и, во-вторых, на специальных расчетах в зависимости от отрасли и конкретной компании.

Рассматриваемый метод оценки стоимости акций проиллюстрирован в издании нашей книги, вышедшем в 1965 году. В современном издании мы обновили данные из нашего примера. Компания *Value Line*, занимающая ведущие позиции в предоставлении услуг в области инвестирования, составляет прогнозы будущей прибыли и дивидендов в соответствии с рассмотренной выше методикой, а затем выводит "потенциальную цену" (прогнозируемую рыночную цену), используя для этого специальную формулу оценки, учитывающую отмеченные в прошлом закономерности. В табл. 11.2 представлены прогнозы на 1967-1969 годы, составленные в июне 1964 года, и проведено сравнение этих данных с прибылью и средними рыночными ценами, которые фактически наблюдались на рынке в 1968 году (в целом характеризующем выбранный нами период).

Общий прогноз оказался немного заниженным, но не сильно. Соответствующие прогнозы, которые составлялись шесть лет назад, оказались слишком оптимистичными по прибыли и дивидендам. Рассматриваемый же прогноз не "дотянул" до фактического значения благодаря низкому значению множителя. В результате "потенциальная цена" оказалась почти равной фактической средней цене за 1963 год.

**Таблица 11.2. Расчеты прибыли и дивидендов для акций компаний, входящих в расчет фондового индекса Доу-Джонса (долл.)**

(Прогноз компании *Value Line* на 1967-1969 годы (составленный в 1964 году). Сравнение с фактическими результатами 1968 года.)

**Цена на Прогноз**

Компания	Прибыль		30 июня	цены на	Средняя
	Прогноз на 1967-1969 годы	Фактическая прибыль за 1968 год <sup>[180]</sup>	1964 года	1967-1969 годы	цена в 1968 году <sup>[179]</sup>
<i>Allied Chemical</i>	3,70	1,46	54,5	67	36,5
<i>Aluminum Corp. of Am.</i>	3,85	4,75	71,5	85	79,0
<i>American Can</i>	3,50	4,25	47,0	57	48,0
<i>American Tel. Tel.</i>	4,00	3,75	73,5	68	53,0
<i>American Tobacco</i>	3,00	4,38	51,5	33	37,0
<i>Anaconda</i>	6,00	8,12	44,5	70	106,0
<i>Bethlehem Steel</i>	3,25	3,55	36,5	45	31,0
<i>Chrysler</i>	4,75	6,23	48,5	45	60,0
<i>Du Pont</i>	8,50	7,82	253,0	240	163,0
<i>Eastman Kodak</i>	5,00	9,32	133,0	100	320,0
<i>General Electric</i>	4,50	3,95	80,0	90	90,5
<i>General Foods</i>	4,70	4,16	88,0	71	84,5
<i>General Motors</i>	6,25	6,02	88,0	78	81,5
<i>Goodyear Tire</i>	3,25	4,12	43,0	43	54,0
<i>Internat. Harvester</i>	5,75	5,38	82,0	63	69,0
<i>Internat. Nickel</i>	5,20	3,86	79,0	83	76,0
<i>Internat. Paper</i>	2,25	2,04	32,0	36	33,0
<i>Johns Manville</i>	4,00	4,78	57,5	54	71,5
<i>Owens-Ill. Glass</i>	5,25	6,20	99,0	100	125,5
<i>Procter Gamble</i>	4,20	4,30	83,0	70	91,0
<i>Sears Roebuck</i>	4,70	5,46	118,0	78	122,5
<i>Standard Oil of Cal.</i>	5,25	5,59	64,5	60	67,0
<i>Standard Oil of</i>					

<i>NJ.</i>	6,00	5,94	87,0	73	76,0
<i>Swift Co.</i>	3,85	3,416	54,0	50	57,0
<i>Texaco</i>	5,50	6,04	79,5	70	81,0
<i>Union Carbide</i>	7,35	5,20	126,5	165	90,0
<i>United Aircraft</i>	4,00	7,65	49,5	50	106,0
<i>U.S. Steel</i>	4,50	4,69	57,5	60	42,0
<i>Westinghouse Elec.</i>	3,25	3,49	30,5	50	69,0
<i>Woolworth</i>	2,25	2,29	29,5	32	29,5
Сумма в целом	138,25	149,20	2222,0	2186	2450,0
Индекс Доу-Джонса	52,00	56,00	832,0	820,0	918,0 <sup>[181]</sup>
Фактическое значение Доу-Джонса за 1968 год	57,89				906
Фактическое значение Доу-Джонса за 1967—1969 годы	56,26				

Внимание читателя наверняка привлечет тот факт, что значительное количество индивидуальных прогнозов сильно отличается от фактических показателей. Этот пример подтверждает наше мнение о том, что общие, или групповые, оценки, скорее всего, будут более надежными, чем прогнозы для отдельных компаний. Возможно, в идеале финансовый аналитик по ценным бумагам должен отобрать три или четыре компании, будущее которых, по его мнению, представляется наилучшим, и сконцентрировать свои собственные интересы и интересы своих клиентов именно на них. К сожалению, почти невозможно провести четкую грань между индивидуальными прогнозами, на которые можно надеяться, и прогнозами, которые в большой степени подвержены ошибке. По сути, в этом заключается причина широкой диверсификации, которая практикуется инвестиционными фондами. Вне всяких сомнений, лучше сконцентрировать свои инвестиции в акциях одной компании, которые, как вы наверняка знаете, будут приносить высокую доходность, чем сводить

свои результаты к средним, неуклонно придерживаясь принципа диверсификации. Но этого никто не делает, потому что это невозможно сделать надежно [\[182\]](#). Широкое распространение принципа диверсификации, по сути, является своего рода отказом от фетиша "избирательности", о котором постоянно говорят на Уолл-стрит [\[183\]](#).

### **Факторы, влияющие на ставку капитализации**

Несмотря на то, что среднее значение будущей прибыли выступает определяющим фактором формирования стоимости акций, финансовый аналитик принимает во внимание ряд других, более или менее определенных факторов. Большинство из них влияют на ставку капитализации, которая может варьироваться в широких рамках, в зависимости от "качества" акций. Поэтому, хотя две компании и могут иметь одинаковую ожидаемую прибыль в расчете на одну акцию (в 1973-1975 годах, скажем, 4 долл.), финансовый аналитик может оценить одну в 40, а другую в 100 долл. Давайте коротко рассмотрим некоторые обстоятельства, воздействующие на ставку капитализации.

#### **1. Общие долгосрочные перспективы**

В действительности никто не знает, что произойдет в отдаленном будущем, но аналитики и инвесторы всегда имеют свой взгляд на перспективу. Различие в их взглядах отражается в значительной разнице между коэффициентами P/E акций отдельных компаний и отраслей. По этому поводу в издании 1965 года мы писали следующее: "Например, в конце 1963 года акции компаний химической промышленности, входящих в расчет фондового индекса Доу-Джонса, имели значительно более высокое значение коэффициента P/E, чем акции нефтяных компаний. Тем самым рынок выражал большую уверенность в перспективах первых по сравнению со вторыми. Такие различия, устанавливаемые рынком, часто хорошо обоснованы, но если они продиктованы исключительно прошлым опытом, то скорее будут неправильными, чем правильными".

В табл. 11.3 представлены данные для компаний химической и нефтяной промышленности, которые входили в расчет фондового индекса

Доу-Джонса на конец 1963 года, а также показана прибыль на конец 1970 года. Из таблицы видно, что прибыль компаний химической промышленности, несмотря на высокое значение коэффициента Р/Е, практически не выросла после 1963 года. В то же время прибыль нефтяных компаний увеличилась существенно, что почти соответствовало темпам роста, заложенным в коэффициентах Р/Е 1963 года [184]. Пример химических компаний доказывает, что иногда коэффициенты Р/Е могут работать неправильно [185].

**Таблица 11.3. Показатели деятельности компаний химической и нефтяной отраслей, акции которых входят в состав фондового индекса Доу-Джонса (1970 год по сравнению с 1963 годом)** [186]

	1963			1970		
	Цена закрытия (долл.)	Прибыль в расчете на одну акцию (долл.)	Коэффициент Р/Е	Цена закрытия (долл.)	Прибыль в расчете на одну акцию (долл.)	Коэф Р/Е
<b>Химические компании</b>						
<i>Allied Chemical</i>	55,00	2,77	19,8	24,125	1,56	15,5
<i>Du Pont(a)</i>	77,00	6,55	23,5	133,500	6,76	19,8
<i>Union Carbide</i>	60,25	2,66	22,7 в среднем 25,3	40,000	2,60	15,4
<b>Нефтяные компании</b>						
<i>Standard Oil of Cal.</i>	59,50	4,50	13,2	54,500	5,36	10,2
<i>Standard Oil of N.J.</i>	76,00	4,74	16,0	73,500	5,90	12,4
<i>Texaco</i>	35,00	2,15	16,3 в среднем 15,3	35,000	3,02	11,6

## 2. Управление

На Уолл-стрит постоянно и очень много говорят на эту тему, но мало



что из этого действительно полезно. Пока не будут разработаны и внедрены объективные количественные и в разумной степени надежные критерии управленческой компетентности этот фактор и дальше будет рассматриваться как-будто сквозь туман. Справедливо полагать, что особо успешные компании характеризуются чрезвычайно хорошим управлением. Этот фактор уже показал себя в прошлом; он проявит себя и в дальнейших оценках на следующие пять лет и на протяжении более длительного периода времени. Влияние управления, конечно же, будет особенно важно в сочетании с рассмотренным ранее фактором долгосрочных перспектив. Необходимо учитывать действие этого фактора, так как во времена "бычьего" рынка акции легко могут оказаться переоцененными. Фактор менеджмента наиболее полезен, на наш взгляд, в тех случаях, когда последние изменения в менеджменте еще не успели сказаться на фактических результатах.

В качестве иллюстрации рассмотрим два события, связанные с деятельностью корпорации *Chrysler Motor*. Первое произошло очень давно, еще в 1921 году, когда Уолтер Крайслер взял на себя управление почти умирающей компанией *Maxwell Motors* и уже через несколько лет сделал ее большим и высокодоходным предприятием, в то время как другие организации были вынуждены уйти из этого бизнеса. Второе произошло относительно недавно, в 1962 году, когда акции *Chrysler* значительно упали в цене и продавались по самому низкому за многие годы курсу. Тогда благодаря новым интересам, связанным с *Consolidation Coal*, бразды правления в корпорации были переданы в новые руки. Прибыль выросла с 1,24 долл. на одну акцию в 1961 году до 17 долл. в 1963 году, а цена акции — с низкого уровня в 38,5 долл. в 1962 году до почти 200 долл. уже в следующем году [\[187\]](#).

### **3. Финансовая сила и структура капитала**

Акции компании со значительным излишком денежных средств и при отсутствии "старших" ценных бумаг (облигаций и привилегированных акций. — *Примеч. ред.*) — однозначно лучшие объекты для инвестиций, чем (при той же цене) акции другой компании, у которых такое же значение коэффициента EPS, но при этом у организаций большая задолженность перед банком и имеются "старшие" ценные бумаги. Такие факторы необходимо полностью и тщательно учитывать при анализе ценных бумаг. В то же время умеренные объемы эмиссии облигаций или привилегированных акций не обязательно следует считать недостатком. То

же самое касается и сезонного использования банковского кредита. (Кстати, структура капитала, характеризующаяся слишком малым удельным весом обыкновенных акций по отношению к облигациям и привилегированным акциям, может при благоприятных условиях способствовать получению значительной спекулятивной прибыли от операций с обыкновенными акциями.) Этот фактор известен под названием "финансовый рычаг".

#### **4. История выплаты дивидендов**

Одним из убедительных критериев высокого "качества" акций является непрерывная история дивидендных платежей на протяжении многих лет. Мы считаем, что постоянные выплаты дивидендов в течение 20 и более лет — важный положительный фактор в рейтинге качества компании. Поэтому мы рекомендуем пассивному инвестору обязательно учитывать этот критерий при определении направлений своих инвестиций.

#### **5. Текущий уровень дивидендов**

Этот наш последний дополнительный фактор — самый сложный с точки зрения определения его удовлетворительного значения. К счастью, большинство компаний стараются следовать тому, что можно назвать "стандартом дивидендной политики". Он состоит в направлении примерно двух третей их средней прибыли на выплату дивидендов. Исключение составляют периоды высокой прибыли и инфляции, когда этот показатель немного снижается. (В 1969 году он составил 59,5% для акций компаний, входящих в расчет фондового индекса Доу-Джонса, и 55% — для всех американских корпораций)<sup>[188]</sup>. Если акции компании характеризуются нормальным соотношением дивидендов и прибыли, то для оценки этих ценных бумаг можно использовать любую методику. Рассмотрим, например, акции типичной компании "второго эшелона", которые характеризуются ожидаемой средней прибылью в 3 долл. и ожидаемыми дивидендами в 2 долл. на одну акцию, но могут быть оценены в 12 раз выше своей прибыли или в 18 раз выше своих дивидендов. В обоих случаях стоимость акции будет равна 36 долл.

Однако все большее количество компаний, ориентированных на рост стоимости своих акций, не придерживаются стандартной политики, по которой не менее 60% их прибыли направляются на выплату дивидендов. Их руководство считает, что интересы инвесторов будут лучше

соблюдаться при направлении почти всей прибыли на расширение бизнеса компании. Эта точка зрения требует детального обсуждения, поэтому такому животрепещущему вопросу, как дивидендная политика, посвящена глава 19, в которой взаимоотношения руководства компании и ее акционеров рассматривается более широко.

### Ставки капитализации для "акций роста"

Большинство исследований финансовых аналитиков касаются определения стоимости "акций роста". Изучение различных методов оценки помогло нам вывести довольно простую формулу их оценки, которая дает приблизительно такие же результаты, как и более сложные математические расчеты. Наша формула такова:

*стоимость акции - текущая (нормальная) прибыль  $\times$  (8,5 + удвоенное значение ожидаемых темпов ежегодного роста).*

Значения ожидаемых темпов роста берется для следующих семи-десяти лет [\[189\]](#).

Данные табл. 11.4 иллюстрируют использование нашей формулы для различных предполагаемых значений темпов роста. Легко провести обратный расчет и определить, какой темп роста ожидается рынком исходя из текущего курса акций.

В последнем издании был сделан расчет для фондового индекса Доу-Джонса и для акций шести компаний. Эти данные приведены в табл. 11.5, содержащей уровни подразумеваемого, или ожидаемого, роста с декабря 1963 по декабрь 1969 года.

В то время мы дали следующий комментарий: "Разница между подразумеваемым уровнем ежегодного роста 32,4% для акций компании *Xerox* и экстремально скромным уровнем 2,8% для акций *General Motors* действительно поразительна. Это частично объясняется мнением фондового рынка относительно того, что компании *General Motors* с трудом удастся поддерживать уровень прибыли, достигнутый в 1963 году — самом успешном за всю ее историю. Превзойти же его можно будет в лучшем случае совсем ненамного. Коэффициент же P/E компании *Xerox*, в свою очередь, отражает спекулятивный энтузиазм рынка, подкрепленный серьезными достижениями компании и, возможно, еще большими обещаниями.

Подразумеваемый, или ожидаемый, темп роста со значением 5,1 для фондового индекса Доу-Джонса сопоставим с фактическими ежегодными сложными темпами роста на 3,4% в периоды 1951-1953 и 1961-1963 годов".

Сделаем следующее замечание. Оценка "акций роста" необходима инвестору для того, чтобы проанализировать положение дел в том случае, если темпы роста будут ниже ожидаемых. Действительно, простые арифметические расчеты показывают, что если компании удастся поддерживать ежегодные темпы роста на уровне 8% или больше на протяжении *сколь угодно долгого* периода времени, то стоимость ее акций будет бесконечно высокой. В таком случае любая *сколь угодно высокая* цена акций будет оправдана.

**Таблица 11.4. Значения множителей в упрощенной формуле оценки стоимости акций (для "акций роста")**

Ожидаемые ежегодные темпы роста (%)	0,0	2,5	5,0	7,2	10,0	14,3	20,0
Рост за 10 лет (%)	0,0	28,0	63,0	100,0	159,0	280,0	319,0
Множитель	8,5	13,5	18,5	22,9	28,5	37,1	48,5

**Таблица 11.5. Подразумеваемые, или ожидаемые, темпы роста (декабрь 1963-декабрь 1969 года)**

Акции	Коэффициент Р/Е, 1963 год	Прогнозный	EPS, 1963год	EPS, 1964 год	Фактический	Коэф Р/Е,
		коэффициент темп роста, 1963 год (%)			ежегодный рост, 1963-1969 годы (%)	
<i>American Tel. Tel.</i>	23,0	<b>7,3</b>	3,03	4,00	4,75	12,2 <sup>L</sup>
<i>General Electric</i>	<b>29,0</b>	10,3	3,00	3,79	4,0	20,4
<i>General Motors</i>	14,1	2,8	5,55	5,95	<b>1,17</b>	<b>11,6</b>
<i>IBM</i>	<b>38,5</b>	15,0	3,48 (в)	8,21	16,0	44,4
<i>International Harvester</i>	13,2	2,4	2,29 (в)	2,30	0,1	10,8
<i>Xerox</i>	25,0	32,4	0,38 (в)	2,08	<b>29,2</b>	<b>50,8</b>
Индекс Доу-						

Джонса 18,6 5,1 41,11 57,02 5,5 14,0

(в) С учетом дробления акций.

В такой ситуации финансовый аналитик вводит в свои расчеты маржу безопасности (*margin of safety*) — подобно тому, как поступает инженер, рассчитывая технические характеристики для устройства. С учетом такого подхода инвестор достигнет поставленных целей (в 1963 году он ориентировался на общую доходность 7,5% в год), даже если фактический уровень роста окажется значительно ниже заложенного в формулу. Конечно, потом, если этот уровень будет фактически достигнут, инвестор обрадуется дополнительной прибыли. В действительности же нет способа оценки акций компании с высоким уровнем роста (свыше, скажем, 8% в год), с помощью которого финансовый аналитик мог бы сделать реалистичные предположения *одновременно* как для подразумеваемого множителя для текущих показателей прибыли, так и для относительно ожидаемого множителя для будущей прибыли.

На практике фактические темпы роста прибыли компаний *Xerox* и *IBM* оказались очень близки к высоким темпам, рассчитанным с помощью нашей формулы. Как мы уже только что объяснили, это подтверждение оценок привело к значительному росту курса акций обеих компаний.

Темпы роста фондового индекса Доу-Джонса тоже были примерно равны темпам, спрогнозированным на основе цены закрытия фондового рынка в 1963 году. Однако эта цифра (5%) ничего не дает для решения проблем компаний *Xerox* и *IBM*. Учитывая, что к концу 1970 года курс их акций вырос на 23%, и принимая во внимание 28%-ный рост дивидендного дохода, мы выходим на темпы роста доходности, близкие к 7,5%, положенные в основу нашей формулы. Что касается акций четырех других компаний, то фактические темпы роста их показателей EPS не соответствовали тем, которые были рассчитаны на основе цен 1963 года. Их котировки не смогли вырасти в такой же мере, как индекс Доу-Джонса.

### **Предостережение**

Изложенный материал служит исключительно иллюстрацией того, как прогнозируются темпы роста для большинства изучаемых компаний в процессе анализа ценных бумаг. Читатель не должен заблуждаться, полагая, что такого рода прогнозы безоговорочно надежны. Другими словами, он не должен думать, что курсы акций в будущем будут вести себя в

соответствии с предсказаниями финансовых аналитиков.

Следует отметить, что любая "научная" или, по крайней мере, достаточно надежная оценка акций, основанная на ожидаемых будущих результатах, должна учитывать будущие уровни процентных ставок. Дело в том, что спрогнозированный нами поток ожидаемой прибыли или дивидендов будет иметь разную приведенную стоимость — в зависимости от того, какой будет структура процентных ставок. Чем выше процентные ставки, тем меньше приведенная стоимость ожидаемых нами поступлений — прибыли или дивидендов [\[192\]](#). Отметим, что такие предположения обычно носят достаточно вероятностный характер. Недавние сильные колебания долгосрочных процентных ставок показали ненадежность сделанных ранее прогнозов. Мы вновь привели в этом разделе нашу старую формулу оценки акций по одной простой причине: потому, что ни одна из новых не показала себя более правдоподобной.

### **Анализ отрасли**

Поскольку общие перспективы бизнеса компании особенно важны при определении цены ее акций на фондовом рынке, для финансового аналитика вполне естественно уделять большое внимание экономическому положению отрасли в целом и отдельной компании в ней. Детализация подобного рода исследований не имеет ограничений. Иногда они позволяют по-новому взглянуть на важные факторы, которые будут действовать в будущем, но которым сегодня участники фондового рынка уделяют недостаточно внимания. Если вы уверены в своих выводах относительно этих факторов, то они могут послужить хорошей основой для принятия инвестиционных решений.

Наши собственные наблюдения все же показывают, что большинство отраслевых исследований, доступных инвесторам, имеют для них минимальное практическое значение. Содержащиеся в них сведения представляют собой данные, уже хорошо знакомые индивидуальным инвесторам. К тому же эта информация уже оказала существенное влияние на котировки акций на фондовом рынке.

Редко можно найти исследование брокерской конторы, в котором констатируется факт, что отрасли, пользующиеся вниманием инвесторов, обречены на неудачу, а отрасли, обойденные таким вниманием, будут

преуспевать. Взгляды аналитиков с Уолл-стрит на долгосрочную перспективу известны своими ошибками. То же самое можно сказать и о большей части их исследований отдельных отраслей.

Но все же следует отметить, что стремительный и быстро распространяющийся рост технологий в последние годы происходил не без участия финансовых аналитиков. В нынешнем десятилетии, в отличие от прошлых лет, прогресс или регресс типичной компании зависит от ее инновационной деятельности. Эксперт имеет возможность *заранее* разобраться с тем, какие последствия будут иметь инновационные разработки организации. Таким образом, вне всякого сомнения, существует многообещающая область для эффективной работы аналитика на основе изучения отраслей, проведения интервью с исследователями и собственного напряженного анализа в сфере новых технологий. Однако инвестора поджидают многочисленные риски, если его выводы, сделанные на основе изучения инновационной активности отдельных компаний и отраслей, не подкреплены реальными фактами. При этом существуют и схожие риски, связанные с тем, что оценки стоимости акций проводятся исключительно исходя из достигнутых результатов, а возможные будущие достижения компаний во внимание не принимаются.

Оба пути не приемлемы для разумного инвестора. Конечно, он может дать волю своему воображению и "пуститьсь во все тяжкие" во имя высоких прибылей, которые станут ему наградой в том случае, если прогноз оправдается. Но тогда ему придется нести и все риски, связанные с возможными ошибками в своих выводах. Однако он может занять и консервативную позицию, отказавшись платить слишком много за акции компании, которая обещает в будущем "журавля в небе".

Но в этом случае он должен быть готов к тому, что ему придется "рвать на себе волосы", сожалея об утраченных возможностях.

### ***Две ступени процесса оценки***

Давайте вернемся к идее оценки или определения стоимости обыкновенной акции, которую мы уже начали обсуждать в этой главе. Размышления привели нас к выводу, что это следует делать немного не так, как сегодня происходит на практике. Мы предлагаем, чтобы финансовые аналитики сначала осуществили то, что мы называем "оценкой прошлого"

(*past-performance value*), которая бы основывалась только на информации за прошедший период. Такая оценка дает возможность определить, сколько должна стоить акция — в абсолютном или процентном отношении к фондовым индексам Доу-Джонса или Standard Poor's composite — если предположить, что все ее характеристики останутся неизменными. (Мы предполагаем также, что и темпы роста EPS, которые наблюдались на протяжении последних семи лет, также останутся неизменными на протяжении следующих семи лет.) Оценка проводится по формуле, в которой каждый ее фактор, относящийся как к прошлому (рентабельность, стабильность и рост), так и к настоящему (финансовое положение), имеет определенный индивидуальный вес. Во второй части анализа следует учесть необходимую степень модификации оценки стоимости акции, основанной исключительно на прошлых успехах компании, принимая при этом во внимание новые условия, ожидаемые в будущем.

Логика такого оценивания позволяет следующим образом распределять работу между старшим и младшим финансовыми аналитиками.

1. Старший финансовый аналитик должен разработать формулу, подходящую для определения стоимости акций на основании прошлых характеристик.

2. Младший финансовый аналитик проводит расчет стоимости акций намеченных компаний с учетом выявленных факторов (больше похоже на механическую работу).

3. Старший финансовый аналитик затем определяет, в какой степени могут измениться в будущем факторы, влияющие на стоимость акций компании, и каким образом в связи с этим следует скорректировать стоимость акций.

Лучше всего, если в отчете старшего аналитика будут показаны как исходные значения стоимости акций компании, так и скорректированные (с обязательным их обоснованием).

Стоит ли выполнять такую работу? Ответ утвердительный, но наши причины могут показаться читателю немного циничными. Мы сомневаемся в том, что полученные таким путем оценки будут надежны для типичной (крупной или мелкой) промышленной компании. Сложности такой работы мы проиллюстрируем на примере *Aluminum Company of America (ALCOA)* в следующей главе. Но все же для обыкновенных акций такую работу необходимо проводить. Почему? Во-первых, многие финансовые аналитики обязаны проводить текущие и прогнозные оценки стоимости в рамках своей ежедневной работы. Метод, который мы предлагаем, должен



помочь им. Во-вторых, это послужит для аналитиков, практикующих этот метод, полезным опытом и своего рода новым взглядом на работу. В-третьих, такая работа может оказаться незаменимой с точки зрения прошлого опыта (подобно бесценности опыта в медицине), так как будет способствовать возникновению лучших методов проведения подобной процедуры и приобретению полезных знаний об их возможностях и ограничениях. Акции коммунальных компаний могут стать важной областью, в которой этот подход будет иметь действительно практическое значение. Со временем разумный инвестор ограничит свою активность работой с акциями таких компаний или отраслей, будущее которых он может рассматривать как предсказуемое<sup>[193]</sup> или для которых маржа безопасности (запас в оценке стоимости акции, зависящей от прошлых характеристик) настолько велика, что он может попытаться счастья, несмотря на будущие колебания их курса, поступив так же, как он поступает при выборе "старших" ценных бумаг с высоким уровнем защиты.

В последующих главах будут приведены конкретные примеры использования технологий анализа ценных бумаг, но только в виде иллюстраций. Если читатель посчитает этот подход интересным, он должен следовать ему систематически и основательно, пока не почувствует себя достаточно квалифицированным для самостоятельного принятия решений о купле-продаже ценных бумаг.

## 12. Что следует учитывать при анализе EPS

В начале главы дадим несколько советов инвестору. Первый гласит: "Не стоит воспринимать всерьез доходность за отдельный год". Второй сводится к следующему: "Если вы обращаете внимание на краткосрочную доходность, то следует быть осторожным, чтобы не "попасться на удочку" высоких показателей EPS". Если четко соблюдается первый совет, то второй может и не потребоваться.

Однако было бы наивно ожидать, что большинство акционеров будут привязывать все свои инвестиционные решения к долгосрочным данным и долгосрочным перспективам. Ежеквартальные, и особенно ежегодные, данные пользуются наибольшим вниманием в финансовых кругах, и эта особенность не может не влиять на ход мыслей инвестора. Поэтому ему необходима определенная подготовка в области анализа финансовых показателей, что поможет ему избежать многих опасностей.

В этой главе рассматривается отчет о прибыли и убытках компании *Aluminum Company of America (ALCOA)*, опубликованный в 1970 году в *Wall Street Journal*. Первые данные, которые мы видим, следующие:

**1970 г. 1969 г.**

Прибыль на одну акцию (долл.) (а) 5,20    5,58

Буква "а" в примечании объясняется как "первичная прибыль" до вычета специальных издержек. Текста в примечании намного больше; фактически его объем в два раза превосходит приведенные выше цифры.

За четвертый квартал 1970 года значение EPS составляет 1,58 долл. по сравнению с 1,56 долл. в 1969 году.

Инвестор или спекулянт, заинтересованный в акциях *ALCOA*, при рассмотрении этих данных может сказать себе: "Не так уж и плохо. Я знаю, что 1970 год был годом спада в алюминиевой отрасли. Но четвертый квартал показывает более высокую прибыль, чем в 1969 году. Если экстраполировать данные этого квартала на год, то прибыль составит 6,32 долл. в год. Так, посмотрим: акции продаются по 62 долл., что почти в 10 раз превышает прибыль компании. Таким образом, акции выглядят

достаточно дешевыми по сравнению с акциями компании *International Nickel*, коэффициент P/E которых составляет 16, и т.д."

Но если наш инвестор-спекулянт решит прочесть весь материал в примечании, то вместо одной цифры о размере прибыли на одну акцию за 1970 год он фактически увидит четыре показателя прибыли, а именно:

	1970	1969
	г.	г.
Первичная прибыль (долл.)	5,20	5,58
Чистая прибыль (после специальных вычетов) (долл.)	4,32	5,58
Прибыль с учетом полного "разбавления" (до специальных вычетов) (долл.)	5,01	5,35
Прибыль с учетом полного "разбавления" (после специальных вычетов) (долл.)	4,19	5,35
<b>По четвертому кварталу отдельно представлены только две цифры:</b>		
Первичная прибыль (долл.)	1,58	1,56
Чистая прибыль (после специальных вычетов) (долл.)	0,70	1,56

О чем свидетельствуют все эти дополнительные показатели прибыли? Какие из них действительно являются прибылью за год и за четвертый квартал? Если принять за прибыль 70 центов — чистую прибыль после специальных вычетов, — то прибыль за год составит 2,80 долл. вместо 6,32 долл., а цена одной акции 62 долл. будет в "22 раза выше прибыли" вместо 10 раз, с которых мы начинали.

На вопрос, который касается "действительной прибыли" компании *ALCOA*, можно ответить довольно легко. Из таблицы четко видно, что уменьшение прибыли с 5,20 до 5,01 долл. обусловлено "разбавлением" (или "разводнением") акций. Компания *ALCOA* эмитировала большой объем конвертируемых облигаций, поэтому чтобы вычислить на основе результатов 1970 года способность обыкновенных акций приносить прибыль, следует предположить, что привилегия конверсии будет использована владельцами облигаций в том случае, если это будет им выгодно. В случае с *ALCOA* картина в связи с "разбавлением" меняется не сильно, поэтому она вряд ли заслуживает более подробных комментариев. Но в других случаях наличие конвертируемых облигаций и warrants, дающих право на приобретение акций, может снизить видимую прибыль в два раза и больше. В главе 16 приведены примеры, когда "разводнение"

играет действительно значимую роль. (Финансовые агентства не всегда последовательны в учете этого фактора при составлении отчетов и проведении различных видов анализа<sup>[194]</sup>.)

Теперь давайте вернемся к "специальным вычетам". Эта цифра составляет 18,8 млн. долл., или 88 центов на одну акцию, вычтенных в четвертом квартале, и является достаточно весомой. Стоит ли ее не учитывать вообще, или рассматривать в полном объеме как сокращение прибыли, или же частично рассматривать и частично игнорировать? Смешанный инвестор может также задать себе вопрос по поводу того, как же так получилось, что фактически эпидемия таких специальных вычетов началась именно с конца 1970 года, а не раньше? Возможно, при составлении бухгалтерской отчетности хорошо поработали итальянские специалисты<sup>[195]</sup> — но всегда, конечно же, в рамках дозволенного?

При более тщательном рассмотрении можно найти такие потери, которые заявляются и списываются до их фактического возникновения и которые можно обойти без отражения неблагоприятного эффекта на прошлой или будущей "первичной прибыли". В экстремальных случаях их можно использовать для значительного, более чем в два раза, роста прибыли по сравнению с фактически достигнутой. Для этого используются более или менее искусные способы использования правил предоставления налогового кредита.

При изучении специальных вычетов компании *ALCOA* сначала рассмотрим причины их возникновения. Это легко сделать, поскольку в предыдущем 1969 году специальных списаний не было.

Вот что содержится в примечаниях к финансовой отчетности компании. Появление вычетов обусловлено действием четырех факторов.

1. Оценка руководством компании ожидаемых затрат, связанных с закрытием производственного подразделения компании.

2. Такие же издержки, связанные с закрытием заводов компании *ALCOA Castings*.

3. Такие же издержки, связанные с убытками вследствие постепенного прекращения деятельности компании *ALCOA Credit*.

4. Издержки, оцениваемые в 5,3 млн. долл., связанные с выполнением контракта по сооружению огнеупорной печной стены.

Все эти статьи связаны с будущими затратами и потерями. Легко предположить, что они не являются частью "текущих операционных результатов" 1970 года — но если так, то к какому периоду их нужно отнести? Являются ли они настолько "экстраординарными и

непериодическими", что не принадлежат ни к какому периоду? Такая огромная компания, как *ALCOA*, ежегодный объем операций которой составляет 15,5 млрд. долл., должна состоять из большого количества подразделений, отделов, филиалов и других структурных единиц. Будет это нормальным событием или же "экстраординарным и непериодическим", если одна или больше таких единиц докажет свою убыточность или необходимость закрытия? Этот же вопрос касается и проблем, подобных сооружению огнеупорной стены печи. Означает ли это, что руководству компании, озабоченному потерями в отдельных частях своего бизнеса, пришла в голову замечательная идея списывать свои потери по так называемой "специальной статье" и, таким образом, указывать в отчетности "первичную прибыль" только по прибыльным контрактам и операциям? На ум приходят солнечные часы короля Эдуарда VII, которые отмечали только "солнечное время"<sup>[196]</sup>.

Обращают на себя внимание две находки в анализируемой отчетности компании *ALCOA*. Первая состоит в том, что с помощью *принятия на себя будущих убытков* компания уходит от необходимости учитывать эти самые убытки в соответствующем году. Они не относятся к 1970 году, поскольку фактически не имели в нем места. И они не будут показаны в том году, на протяжении которого фактически произойдут, поскольку о них уже было заявлено ранее. Изящная работа, но нет ли в этом чего-то обманчивого?

В примечаниях к отчету компании *ALCOA* ничего не говорится о будущем сокращении налогов за счет такого отображения убытков. (Большинство отчетов такого рода указывают на то, что списывается только "результат после уплаты налога".) Если компания *ALCOA* указывает будущие убытки до связанного с ними налогового кредита, то будущая прибыль не только будет освобождена от этих списаний (так как они фактически уже учтены), но и может *вырасти* на 50% за счет предоставления налогового кредита. Тяжело поверить в то, что учет будет вестись именно таким образом. Однако в реальности некоторые компании, у которых в прошлом были большие убытки, имели возможность затем указывать в финансовой отчетности прибыль, не начисляя на нее нормальные ставки налогов, и таким образом в результате получалась неплохая видимая прибыль, которая — как это ни парадоксально — основывалась на их прошлой убыточности. (Налоговые кредиты, которые рассчитываются с учетом убытков прошлых лет, сегодня показываются как "специальные статьи", но в будущую финансовую отчетность они войдут как часть окончательной "чистой прибыли". Но все же резерв, который теперь формируется для будущих убытков, и Остаток ожидаемого

налогового кредита не должны служить такого рода дополнением к чистой прибыли последующих периодов.)

Следующая находка — использование компанией *ALCOA* и многими другими компаниями бизнес-условий 1970 года для создания специальных вычетов. Фондовый рынок в начале 1970 года стал по-настоящему "кровавой баней" для многих корпораций. Поэтому все инвесторы настроились на плохие результаты большинства компаний за этот год. Перспективы же на 1971, 1972 и последующие годы фондовики оценивали как благоприятные. Неужели не прекрасна идея списать по максимуму убытки в плохом 1970 году, который уже и так мысленно "списан" участниками рынка и фактически уходит в прошлое, но зато в последующем можно будет хорошенько завесить результаты! Возможно, это и есть хороший бухгалтерский учет, хорошая политика ведения бизнеса и вообще все это хорошо с точки зрения взаимоотношений между руководством и акционерами, но мы в этом сильно сомневаемся.

Комбинация широко диверсифицированных (а были ли они таковыми?) операций с благими намерениями "провести генеральную уборку" в конце 1970 года обеспечила немалые примечания к годовым отчетам корпораций. Читатель, возможно, будет удивлен следующим объяснением, которое было дано компанией, представленной на Нью-йоркской фондовой бирже (название ее мы не упоминаем), по поводу содержания ее "специальных статей" на общую сумму 2 357 000 долл., или около трети прибыли до уплаты налогов: "Состоят из обеспечения затрат на прекращение операций *Spalding United Kingdom*; обеспечения затрат на реорганизацию подразделения; издержек на продажу компании по производству детских ползунков и слюнявчиков; убытков от частичной продажи доли в капитале в испанской компании, специализирующейся на лизинге машин и ликвидации операций по производству коньков".

Раньше компании, занимающие ведущие места в своем бизнесе, как правило, вычитали "резерв на покрытие чрезмерных потерь" (*contingency reserve*) из прибыли, полученной в хорошие годы. Это делалось для того, чтобы сгладить результаты бизнеса в плохом году успехами в хорошем. Руководство компаний исходило из необходимости выравнивания прибыли компании, показываемой в отчетах, и улучшения стабильности в динамике показателей компании. На первый взгляд — стоящий мотив. Но бухгалтера правильно возражают против такой практики, поскольку она формирует ошибочное представление о прибыли. Они настаивают на том, что результаты каждого года нужно представлять в реальном виде, хорошем

или плохом, а акционеры и аналитики смогут усреднить или выровнять результаты сами. Сейчас мы являемся свидетелями противоположного феномена, когда каждая компания пытается списать как можно больше затрат в рамках 1970 года, чтобы 1971 год начать с "чистого листа" для достижения привлекательных показателей EPS на протяжении следующих лет.

А теперь пришло время вернуться к первому вопросу: "Какие же показатели прибыли были истинными для компании ALCOA в 1970 году?" Точным ответом будет следующий: 5,01 долл. на одну акцию с учетом "разбавления", за вычетом из них той части из 82 центов "специальных издержек", которая может полностью относиться к событиям 1970 года. Но мы не знаем, какова эта часть, и потому не можем полностью определить истинную прибыль данного года. Руководство и аудиторы должны были высказать свое мнение по этому поводу, но они этого не сделали. И более того, руководство и аудиторы должны были обеспечить эти списания из *обычной прибыли* на протяжении определенного (допустим, пятилетнего) периода. Конечно, они этого тоже не сделают, поскольку для них выгодно отобразить их в качестве чрезвычайных затрат 1970 года.

Чем серьезнее инвесторы принимают в расчет показатель EPS, тем больше им следует учитывать разные бухгалтерские уловки, которые могут исказить их. Мы упомянули три вида манипуляций с цифрами:

- использование *специальных затрат (списании)*, которые могут и не отразиться на размерах EPS;
- сокращение нормальных размеров *налога на прибыль* по причине прошлых убытков;
- "разбавление" акций, обусловленное значительными объемами эмиссии конвертируемых ценных бумаг или warrants [\[197\]](#).

Четвертый фактор, который оказывает значительное влияние на декларируемую прибыль, — это метод начисления амортизации, который выбирает руководство компании: прямолинейный или ускоренный. Детально действие этого фактора мы анализировать здесь не будем. Но в качестве примера рассмотрим отчет компании Trane за 1970 год. Эта фирма показала рост EPS в 1969 году почти на 20% — 3,29 долл. по сравнению с 2,76 долл. в предыдущем году. Однако половина этого роста была обеспечена возвратом к прежнему методу прямолинейной амортизации, благодаря чему с части прибыли налоги не взимались. А в 1969 году из-за использования компанией метода ускоренной амортизации она заплатила больше налогов, что соответственно уменьшило прибыль.

И еще один фактор, влияющий на прибыль компании, действию

которого руководство всегда уделяло внимание: выбор метода учета затрат на научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы (НИОКР). Компания может решить списать затраты на НИОКР полностью в том году, когда это случилось, или же списывать их на протяжении определенного периода. В конце концов стоит также вспомнить возможность выбора между методами оценки запасов — ФИФО (*FIFO — first-in-first-out, "первым пришел, первым ушел"*) и ЛИФО (*LIFO — last-in-last-out, "последним пришел, последним ушел"*) [\[198\]](#).

Следует отметить, что инвесторам не стоит уделять внимание этим бухгалтерским методам влияния на величину прибыли, если они приводят к незначительному ее изменению. Но Уолл-стрит всегда остается самой собой, и даже весьма незначительные факторы воспринимают там очень серьезно. За два дня до появления финансового отчета *ALCOA* в *Wall Street Journal* в газете был помещен анализ финансовой отчетности компании *Dow Chemical*, в котором высказывалось мнение, что "многие аналитики" обеспокоены тем фактом, что компания добавила к обычной прибыли за 1969 год 21 цент, вместо того чтобы рассматривать их в качестве "чрезвычайной прибыли".

К чему же такое беспокойство из-за пустяка? Дело в том, что, и это очевидно, оценка стоимости компании *Dow Chemical* зависит от точного определения процентного роста в 1969 году по сравнению с 1968 годом. Рынку важно знать: составит рост 9% или же 4,5%. Это может показаться абсурдным, — вряд ли столь незначительные различия по итогам одного года могут так уж существенно повлиять не только на будущую среднюю прибыль или ее рост, но и на консервативные реалистичные оценки стоимости компании.

Для контраста рассмотрим другую публикацию, которая также появилась в январе 1971 года, — отчет компании *Northwest Industries* за 1970 год [\[199\]](#). Компания собиралась одним махом списать со счета в качестве чрезвычайных затрат как минимум 264 млн. долл., из которых 200 млн. составлял убыток, который компании предстояло понести в результате будущей продажи дочерней железнодорожной компании ее работникам. Эти убытки приведут к потере порядка 35 долл. на одну обыкновенную акцию, что означает падение ее курса в два раза по сравнению с текущим. Здесь возникают некоторые важные моменты. Если планируемая сделка состоится и налоговое законодательство не изменится, то этот убыток, указанный в 1970 году, позволит компании *Northwest Industries* не уплачивать налог на прибыль с примерно 400 млн. долл. будущей ее



прибыли, полученной на протяжении последующих пяти лет от других ее подразделений<sup>[200]</sup>. Какой же в этом случае будет реальная прибыль этой компании? Следует ли рассчитывать ее с учетом имеющихся льгот по налогообложению прибыли? С нашей точки зрения, правильный способ расчета прибыли заключается в следующем: сначала необходимо принять во внимание всю прибыль, с учетом ее полных обязательств по уплате налога на прибыль, и на основе полученных данных получить в первом приближении оценку стоимости одной акции. Затем к этой оценочной цифре следует добавить определенную "премию", отражающую последствия использования компанией существенной (но временной) льготы по уплате корпоративного налога. (Также в этом случае следует делать расчет возможных крупномасштабных "разбавлений" капитала. Практика показывает, что конвертируемые облигации и варранты могут в более чем два раза увеличить объем имеющихся обыкновенных акций в случае, если все привилегии их владельцев будут реализованы.)

Сказанное может показаться читателям непонятным и наводящим тоску, но все это имеет место в нашей жизни. Корпоративный бухгалтерский учет часто ненадежен; анализ ценных бумаг бывает очень сложным; а оценка акций надежна только в исключительных случаях<sup>[201]</sup>. Для большинства инвесторов достаточно убедиться в том, что они получают стоящие акции за свои деньги, и на этом остановиться.

### *Использование средней прибыли*

Раньше финансовые аналитики и инвесторы уделяли много внимания средней прибыли за достаточно длительный период в прошлом — обычно от семи до десяти лет. Эти "средние данные"<sup>[202]</sup> были полезны при сглаживании частых пиков и падений в рамках экономического цикла, и предполагалось, что они позволяют лучше, чем результаты только последнего года, понять возможности компании приносить прибыль. Одно из важных преимуществ такого усреднения состоит в том, что с его помощью можно решить вопрос, как правильно поступить практически со всеми чрезвычайными издержками и кредитами. Они должны быть включены в расчет средней прибыли. Ведь большинство таких убытков и прибылей представляют часть производственной истории компании. Если

провести такое усреднение для компании *ALCOA*, то средний размер ее прибыли в расчете на одну акцию за 1961-1970 годы (т.е. за десять лет) составит 3,62 долл., а с 1964 по 1970 год (т.е. за семь лет) — 4,62 долл. Если такие цифры используются вместе с показателями роста и стабильности прибыли за этот же период, то они могут представлять действительно информативную базу о прошлом состоянии компании.

### *Расчет темпов роста прибыли в прошлом*

Исключительно важно, чтобы в отчетности компании уделялось должное внимание фактору роста прибыли в прошлом. Если темпы ее недавнего роста были высокими, то они превысят средние значения, рассчитанные для семи или десяти лет, и финансовый аналитик может посчитать эти цифры недостоверными. Но это не так. Прибыль следует рассматривать с точки зрения как ее среднего значения, так и ее последних данных. Мы считаем, что темпы роста нужно вычислять, относя среднее значение прибыли за последние три года к среднему трехлетнему значению прибыли десять лет назад. (Если существует проблема "чрезвычайных издержек и кредитов", ее можно решить на определенной компромиссной основе.) Обратите внимание на представленные расчеты темпов роста прибыли для компании *ALCOA* по сравнению с компанией *Sears Roebuck* и фондовым индексом Доу-Джонса в целом (табл. 12.1).

**Таблица 12.1. Расчет темпов роста прибыли**

	<b>ALCOA</b>	<b>Sears Roebuck</b>	<b>Индекс Доу- Джонс</b>
Средняя прибыль в 1968-1970 годах (долл.)	4,95 <sup>[203]</sup>	2,87	55,40
Средняя прибыль в 1958-1960 годах (долл.)	2,08	1,23	31,49
Темпы роста (%)	141,0	134,0	75,0
Ежегодные (сложные) темпы роста (%)	9,0	8,7	5,7

**Комментарий.** Эти данные могут стать предметом длительной

дискуссии. Они, как и некоторые другие сведения, полученные путем определенной математической обработки, описывают фактический рост прибыли на протяжении длительного периода—с 1958 по 1970 год. Но насколько значимы эти данные, используемые в качестве основы при определении стоимости обыкновенных акций, в случае компании *ALCOA*? Темпы роста ее прибыли в прошлом были прекрасными — фактически даже немного лучше, чем у компании *Sears Roebuck*, и намного выше, чем темпы роста фондового индекса Доу-Джонса. Но фондовый рынок, если судить по цене акций в начале 1971 года, казалось, не обращал никакого внимания на такие хорошие цифры. Акции компании *ALCOA* продавались по цене, превышавшей среднюю прибыль за последние три года только в 11,5 раза, в то время как цена акций компании *Sears Roebuck* в 27 раз превышала ее прибыль и более чем в 15 раз — фондовый индекс Доу-Джонса. В чем же причина? Очевидно, фонтовики Уолл-стрит были настроены пессимистично относительно будущей способности компании *ALCOA* получать прибыль, которая, с их точки зрения, была не столь хороша, как в прошлом. Довольно удивительно, но высокая цена акций компании *ALCOA* была отмечена в 1959 году. Тогда они продавались по цене 116 долл. за одну акцию, т.е. в 45 раз превосходили свою прибыль. (Для сравнения: цена акций компании *Sears Roebuck* составляла  $25 \frac{1}{2}$ , т.е. была в 20 раз выше ее прибыли.) И хотя прибыль компании *ALCOA* впоследствии продемонстрировала чудесные темпы роста, совершенно очевидно, что в 1959 году будущие возможности к зарабатыванию прибыли были сильно переоценены фондовым рынком. Цена акций компании в конце 1970 года при закрытии фондового рынка составляла ровно половину своей цены 1959 года, тогда как акции *Sears Roebuck* выросли в три раза, а ее фондовый индекс Доу-Джонса увеличился на 30%.

Следует отметить, что рентабельность компании *ALCOA* (отношение чистой прибыли к чистым материальным активам) была на среднем (или даже ниже среднего) уровне, что могло послужить решающим фактором для такой динамики курса ее акций. Рынок использует высокие значения коэффициентов Р/Е только в тех случаях, когда рентабельность компании превышает средний уровень.

Пришло время использовать по отношению к акциям компании *ALCOA* нашу методику двухэтапной оценки, которая была изложена в предыдущей главе. С помощью такого подхода можно получить оценку акций для компании *ALCOA* на основе ее прошлых результатов. Она составляет 10% значения фондового индекса Доу-Джонса, или 84 долл. на одну акцию в соответствии с ценой закрытия фондового индекса Доу-

Джонса, которая составляла 840 в 1970 году. Если мы примем во внимание текущий курс акций 57,25, то их можно считать выгодным объектом для инвестиций.

До какого уровня старшему аналитику следует занижать оценку стоимости акции, полученную исходя из прошлых результатов, чтобы учесть возможные будущие неблагоприятные тенденции? Честно говоря, по этому поводу нет четкого мнения. Предположим, что у него есть все основания полагать, что в 1971 году прибыль будет низкой и составит 2,50 долл. на акцию, т.е. значительно меньше, чем в 1970 году, несмотря на ожидаемый рост фондового индекса Доу-Джонса. Очень вероятно, что столь плохое состояние будет воспринято фондовым рынком довольно серьезно, но свидетельствует ли это о том, что некогда могущественная *Aluminum Company of America* будет выглядеть относительно *неприбыльной* компанией и ее капитализация будет ниже стоимости ее материальных активов?<sup>[204]</sup> (Цена упала с 70 в мае 1971 года до 36 в декабре, по сравнению с бухгалтерской стоимостью 55.)

*ALCOA* — одна из промышленных компаний огромного размера, но мы считаем, что динамика ее прибыли и курса ее акций более необычна, даже противоречива, чем аналогичная история большинства других крупных корпораций. И этот факт в некоторой степени объясняет выраженные в последней главе сомнения о надежности процедуры оценки стоимости акций применительно к типичной промышленной компании.

## 13. Анализ ценных бумаг на практике: сравнение четырех компаний

В этой главе рассматривается простой пример практического использования анализа ценных бумаг. Произвольно были отобраны четыре компании, акции которых можно найти в листинге Нью-Йоркской фондовой биржи. Это корпорация *Eltra* (образованная в результате объединения компаний *Electric Autolite* и *Mergenthaler Linotype*), компания *Emerson Electric* (производитель электрических и электронных изделий), *Emery Air Freight* (отечественная компания, занимающаяся фрахтом грузовых авиаперевозок) и корпорация *Emphart* (которая раньше занималась только производством оборудования для бутылочного розлива, а теперь специализируется и на строительных технологиях)<sup>[205]</sup>. Три производственные компании во многом схожи, но между ними все же есть значительные различия. В нашем распоряжении имеется значительное количество финансовых и производственных показателей, предоставляющих разностороннюю информацию о бизнесе интересующих нас компаний.

В табл. 13.1 в обобщенном виде приводится информация о положении дел в этих четырех компаниях на фондовом рынке в конце 1970 года, а также несколько показателей, характеризовавших их деятельность в том же году. Затем рассмотрены некоторые ключевые коэффициенты, которые касаются, с одной стороны, *результативности* работы компании, а с другой — *цены* акций. Далее мы прокомментируем, каким образом результативность работы компании отражается на курсе ее акций. Последним этапом исследования будет сравнительный анализ компаний для поиска взаимосвязей в соответствии с требованиями консервативного инвестора, который занимается операциями с обыкновенными акциями.

**Таблица 13.1. Анализ ценных бумаг на практике: сравнение четырех компаний**

	<b>Eltra</b>	<b>Emerson Electric</b>	<b>Emery Air Freight</b>	<b>Emphart Corp.</b>
--	--------------	-----------------------------	----------------------------------	--------------------------

### **A. Капитализация**

Цена акции (31 декабря 1970 года) (долл.)	27,00	66,00	57,75	32,75
Количество обыкновенных акций	7 714 000	24 884 000 <sup>[206]</sup>	3 807 000	4 932 000
Рыночная стоимость акций (долл.)	208 300 000	1 640 000 000	220 000 000	160 000 000
Облигации и привилегированные акции (долл.)	8 000 000	42 000 000		9 200 000
Общая капитализация	216 300 000	1 682 000 000	220 000 000	169 200 000

### **Б. Статьи отчета о прибылях и убытках**

Объем продаж за 1970 год (долл.)	454 000 000	657 000 000	108 000 000	227 000 000
Чистая прибыль за 1970 год (долл.)	20 773 000	54 600 000	5 679 000	13 551000
Прибыль на одну акцию (EPS) в 1970 году (долл.)	2,70	2,30	1,49	2,75 <sup>[207]</sup>
Средний размер прибыли на одну акцию в 1968-1970 годах (долл.)	2,78	2,10	1,28	2,81
Средний размер прибыли на одну акцию в 1960-1963 годах (долл.)	1,54	1,06	0,54	2,46
Средний размер прибыли на одну акцию в 1958-1960 годах (долл.)	0,54	0,57	0,17	1,21
Текущие дивиденды! (долл.)	1,20	1,16	1,00	1,20

### **В. Статьи баланса за 1970 год<sup>[208]</sup>**

Текущие активы (долл.)	205 000 000	307 000 000	20 400 000	121 000 000
Текущие обязательства (долл.)	71 000 000	72 000 000	11 800 000	34 800 000
Чистые активы (для обыкновенных акций) (долл.)	207 000 000	257 000 000	15 200 000	133 000 000
Бухгалтерская стоимость акции (долл.)	27,05	10,34	3,96	27,02

### **Г. Коэффициенты:**

цена / прибыль (P/E) за 1970 год	10,0	30,0	38,5	11,9
цена / прибыль за 1968-1970 годы	9,7	33,0	45,0	11,7
цена акции / бухгалтерская стоимость акции (	1,00	6,37	14,3	1,22
чистая прибыль / объем продаж за 1970 год?" /%)	4,6	8,5	5,4	5,7
чистая прибыль на одну акцию / бухгалтерская стоимость акции (%)	10,0	22,2	34,5	10,2
Дивидендная доходность (%)	4,45	1,78	1,76	3,65
Текущие активы / текущие обязательства	2,9	4,3	1,7	3,4
Рабочий капитал / долг	Очень большое	5,6	Нет долга	3,4
Темпы роста EPS:				
1968-1970 годы по сравнению с 1963-1965 годами (%)	81	87	135	14
1968-1970 годы по сравнению с 1958-1970 годами (%)	400	250	Очень большие	132
Д. Цены за 1936-1968 годы				
Низкий уровень	3/4	1	1/8	35/8
Высокий уровень	503/4	611/2	66	581/4
1970 год — низкий уровень	185/8	421/8	41	231/2
1971 год — высокий уровень	293/8	783/4	72	443/8

Больше всего поражает при сравнении четырех компаний то, что значения их текущих коэффициентов P/E колеблются значительно больше, чем показатели их производственной деятельности или финансового состояния. Цена акций двух из них — *Eltra* и *Emhatt* — была весьма скромной: превышала среднюю (за 1968— 1970 годы) прибыль лишь в 9,7 и 12 раз соответственно. В то же время аналогичный показатель для фондового индекса Доу-Джонса составил 15,5. Для двух других компаний — *Emerson* и *Emery* — значение данного коэффициента было очень высоким: соответственно 33 и 45. Разность в показателях в значительной степени

можно объяснить более высокими темпами роста прибыли у компаний второй группы. Особенно хорошо шли дела в сфере грузовых авиаперевозок. (Но значения темпов роста прибыли и в первой группе были вполне приемлемыми.)

Для составления более полной картины происходящего необходимо кратко рассмотреть основные компоненты, характеризующие результативность работы изучаемых компаний.

### 1. Рентабельность.

а) Все компании, если судить по коэффициенту "чистая прибыль / бухгалтерская стоимость акции" имеют достаточно высокие показатели рентабельности, но их значения для компаний *Emerson* и *Emery* значительно выше, чем у двух других. Высокий уровень рентабельности использования капитала компании часто сопровождается высокими ежегодными темпами роста EPS<sup>[209]</sup>. У всех компаний, кроме *Emery*, значения показателя "чистая прибыль / бухгалтерская стоимость акции" в 1969 году были лучше, чем в 1961. Однако у корпорации *Emery* он был исключительно высок в обоих случаях, б) Для анализа относительной силы или слабости производственных компаний обычно используется показатель рентабельности продаж — "чистая прибыль / объем продаж". Сведения о значениях этого показателя для всех четырех компаний мы взяли из *Listed Stock Reports*, выпускаемом компанией *Standard Poor*. В данном случае результаты снова удовлетворительные для всех четырех компаний, но особо впечатляют показатели компании *Emerson*.

2. *Стабильность*. Этот показатель измеряется на основании максимального отклонения значения EPS в течение любого года из последних десяти от его среднего значения за три предыдущих года. Отсутствие отклонения свидетельствует о 100%-ной стабильности. Этот факт был отмечен у двух компаний. Но снижение стабильности, характерное для компаний *Eltra* и *Emhart*, было довольно скромным в "плохом" 1970 году. Оно составило лишь 8% по сравнению с 7% для фондового индекса Доу-Джонса.

3. *Рост прибыли*. Две компании с низким значением коэффициента P/E продемонстрировали довольно удовлетворительные темпы роста прибыли, которые в обоих случаях превышали соответствующий показатель для фондового индекса Доу-Джонса. Показатели компании *Eltra* — особо выдающиеся при сравнении с низким значением ее коэффициента P/E. Темпы роста, конечно же, более впечатляющие для двух компаний с высоким значением данного коэффициента.



4. *Финансовое состояние.* Три компании находятся в хорошем финансовом состоянии, о чем свидетельствует достаточное значение коэффициента "текущие активы / текущие обязательства", которое превышает нормальный его уровень, равный 2. Хотя у *Emery Air Freight* значение этого коэффициента и ниже, но следует учитывать, что характер ее бизнеса отличается от бизнеса первых трех компаний. Принимая во внимание достаточно хорошие результаты компании, не составит труда увеличить объемы необходимых денежных средств. Все компании характеризуются относительно низким объемом долгосрочной задолженности. Обратите внимание на фактор "разбавления": рыночная стоимость низкодивидендных конвертируемых привилегированных акций *Emerson Electric* составляла 163 млн. долл. на конец 1970 года. В своем анализе мы допустили фактор "разбавления", рассматривая привилегированные акции как обыкновенные, что снизило доходность примерно на 10 центов на одну акцию, или на 4%.

5. *Дивиденды.* Большое значение имеет история непрерывной длительности дивидендных выплат. В этом отношении лучшие показатели продемонстрировала компания *Emhart*, которая не прекращала выплаты дивидендов на протяжении всего периода начиная с 1902 года. Показатели компании *Eltra* очень хорошие, компании *Emerson* — достаточно удовлетворительные, а компания *Emery Freight* является новичком. Разброс значений коэффициента выплаты дивидендов рассматриваемых компаний не кажется каким-то значительным. Текущая дивидендная доходность "дешевой пары" акций в два раза превышает дивидендную доходность "дорогой пары", соответствуя значениям их коэффициентов P/E.

*Ценовая динамика.* На читателя должна произвести впечатление динамика цен акций всех четырех компаний, которые на протяжении последних 34 лет варьировались очень значительно. (Во всех случаях мы учли дробление акций.) Обратите внимание на то, что для фондового индекса Доу-Джонса соотношение между самой высокой и самой низкой ценой составило 11 к 1. Для наших компаний разброс значений этого коэффициента равен "всего лишь" 17 к 1 для *Emhart* и 528 к 1 для *Emery Air Freight*<sup>[210]</sup>. Такие значительные темпы роста цен характерны для акций большинства старых компаний. Они свидетельствуют о широких возможностях получения прибыли, которые существовали на фондовых рынках в прошлом. (Но они могут свидетельствовать и о том, насколько серьезным было падение фондового рынка в период до 1950 года, когда отмечались низкие уровни цен акций.) И *Eltra*, и *Emhart* пережили падение курсов своих акций на более чем 50% в течение 1969-1970 годов. Компании

*Emerson* и *Emery* также ощутили серьезные, но менее разрушительные снижения курсов своих акций.

### **Четыре компании: общие характеристики**

#### **Emerson Electric**

Рыночная стоимость компании *Emerson Electric* огромна. По сравнению с ней суммарная рыночная стоимость трех остальных компаний кажется небольшой<sup>[211]</sup>. Эта компания — один из наших "гигантов", о которых мы расскажем в дальнейшем. Финансовый аналитик с хорошей памятью (или при ее отсутствии) проведет аналогию между компаниями *Emerson Electric* и *Zenith Radio*, что не принесет ему спокойствия. Компания *Zenith* характеризовалась великолепными темпами роста прибыли на протяжении многих лет. Ее капитализация в 1966 году составила 1,7 млрд. долл. Однако в 1970 году ее прибыль сократилась на половину по сравнению с 43 млн. долл. в 1968 году, а курс акций составил 22,5 долл. по сравнению с предыдущими 89 долл. Высокий курс влечет за собой и высокие риски.

#### **Emery Air Freight**

Компанию *Emery Air Freight* расценивают как самую многообещающую из всех четырех компаний с точки зрения будущих темпов роста ее прибыли, если, хотя бы частично, оправдается высокое (больше 40) значение ее коэффициента Р/Е. Ее темпы роста прибыли в прошлом, конечно, были самыми впечатляющими. Но эта цифра не может играть столь значительную роль и в будущем- если мы примем во внимание тот факт, что отправной точкой роста был небольшой объем прибыли составившей в 1958 году всего 570 тыс. долл. Часто намного сложнее поддерживать высокие темпы роста прибыли после того, как ее размер уже достиг крупных значений. Больше всего в случае с компанией *Emery* удивляет то, что ее прибыль и рыночная стоимость продолжали быстро расти в 1970 году— наихудшем для отечественной индустрии пассажирских авиаперевозок. Это значительное достижение, но все же возникает следующий вопрос: "Не может ли будущая прибыль попасть под действие неблагоприятных факторов, связанных с ростом конкуренции, ухудшением условий новых соглашений между перевозчиками и

авиакомпаниями и т.д.?" Возможно, потребуется тщательно исследовать эти позиции, прежде чем принять взвешенное решение, но консервативный инвестор не может исключать подобные факторы из своих расчетов.

### **Emhart и Eltra**

На протяжении последних 14 лет дела компании *Emhart* лучше шли непосредственно в ее бизнесе, чем на фондовом рынке. В 1958 году ее акции продавались по цене, в 22 раза превышавшей прибыль. Примерно такой же коэффициент P/E был и у фондового индекса Доу-Джонса. С того времени ее прибыль утроилась, а коэффициент прибыли для компаний, входящих в расчет фондового индекса Доу-Джонса, лишь удвоился. Однако цена акций компании при закрытии рынка в 1970 году составила только треть по сравнению с высоким уровнем 1958 года, в то время как снижение стоимости фондового индекса Доу-Джонса равнялось 43%. Характеристики компании *Eltra* немного похожи. Складывается впечатление, что акции ни одной из этих компаний нельзя считать привлекательными объектами для инвестиций на сегодняшнем фондовом рынке. При этом все показатели результативности работы компаний выглядят на удивление хорошо. Каковы же их перспективы? У нас нет каких-либо глубокомысленных замечаний по этому поводу, но вот что отметили специалисты *Standard Poor* по поводу этих четырех компаний в 1971 году.

- В отношении *Eltra*: "Долгосрочные перспективы: некоторые операции являются циклическими, но достигнутая конкурентная позиция и диверсификация служат смягчающими факторами".

- В отношении *Emerson Electronic*: "Несмотря на адекватную цену (71) в текущий момент, акции могут быть привлекательными в долгосрочной перспективе. Продолжающаяся политика приобретения других компаний наряду с сильной позицией в отрасли и ускоренным ростом международного бизнеса предполагает дальнейший рост объемов продаж и прибыли".

- В отношении *Emery Air Freight*. "Цена акций достаточно хорошая (57) для текущих перспектив, поэтому они оцениваются как удачное вложение с точки зрения долгосрочного периода".

- В отношении *Emhart*: "Несмотря на сокращение инвестиций в этом году в сфере производства напитков, разливаемых в стеклянную тару, прибыль должна вырасти благодаря улучшению конъюнктуры в 1972 году. Акции стоит удерживать (при цене 34)".

**Выводы.** Многие финансовые аналитики посчитают акции компаний *Emerson* и *Emery* более привлекательными, чем двух других, — в первую очередь, возможно, из-за их лучших "рыночных показателей" конечно же, из-за их более быстрого роста прибыли. В соответствии с нашими принципами консервативного инвестирования первый фактор не выступает жизненно важным при выборе акций — он больше способствует спекулятивной игре с акциями.

Второй фактор более обоснован, но его также следует учитывать с определенными ограничениями. Может ли прошлый рост и вероятные хорошие перспективы компании *Emery Air Freight* оправдать цену акций, которая в более чем 60 раз превышает недавнюю прибыль? <sup>[212]</sup> Наш ответ такой: "Может, но для того инвестора, который глубоко изучил возможности этих компаний и выбрал исключительную фирму с оптимистическими выводами". Но такой ответ не подходит для осторожного инвестора, который должен быть уверен в том, что не совершает типичную для Уолл-стрит ошибку, проявляя чрезмерный энтузиазм по поводу перспектив роста прибыли данной компании и фондового рынка в целом <sup>[213]</sup>. Аналогичные предостережения можно адресовать и компании *Emerson Electric*, акцентируя особое внимание на текущей рыночной оценке нематериальных активов, превышающей 1 млрд. долл. Следует добавить, что для "электронной отрасли", бывшей некогда "баловнем" фондового рынка, наступили опасные дни. Компания *Emerson* является исключением, но ей придется и в дальнейшем на протяжении многих лет доказывать свою исключительность вплоть до того времени, пока цена закрытия 1970 года будет полностью оправдана соответствующим финансовым состоянием.

В противоположность этому, как *Eltra* (цена акции 27), так и *Emhart* (цена акции 33) имеют все признаки компаний, цена акций которых опирается на значительную стоимостную поддержку, что свидетельствует о достаточной защищенности инвестиций. В этом случае инвестор может, если пожелает, считать себя одним из совладельцев компании, рассматривая в качестве оправданной цены покупки акций ту, которая приближается к ее балансовой стоимости <sup>[214]</sup>. Уровень рентабельности бизнеса этих компаний длительное время был удовлетворительным; стабильность прибыли и темпы ее роста в прошлом, на удивление, тоже. Обе компании будут отвечать нашим семи *статистическим* критериям для включения в портфель пассивного инвестора. Они будут рассмотрены подробно в следующей главе, но сейчас мы представим их в обобщенном

виде.

1. Адекватный размер компании.
2. Достаточно устойчивое финансовое положение.
3. История выплаты дивидендов. (Выплата дивидендов на протяжении самого малого 20 лет.)
4. Отсутствие убытков на протяжении последних десяти лет.
5. Рост прибыли на акцию как минимум на одну треть за десять лет.
6. Цена акции превышает чистую стоимость активов в не больше чем 1,5 раза.
7. Цена акции превышает среднюю прибыль за предыдущие три года в не больше чем 15 раз.

Мы не пытаемся прогнозировать будущую прибыль компании *Eltra* и *Emhart*. Для отбора обыкновенных акций инвестор должен руководствоваться определенными критериями, свидетельствующими о невыгодности тех или иных акций в качестве объекта покупок. Мы предлагаем использовать наши статистические критерии.

Довольно хорошие результаты на протяжении многих лет инвестор может ожидать от диверсифицированного списка акций, основанного на рассмотренных выше принципах их отбора, в добавление к которым он может использовать и свои собственные. По крайней мере, об этом свидетельствует долгосрочная практика.

**Резюме.** Опытный финансовый аналитик, даже если он принял во внимание наши аргументы "за" и "против" покупки акций этих четырех компаний, все же будет сомневаться, стоит ли рекомендовать акционерам компаний *Emerson* или *Emery* продать их и приобрести акции компаний *Eltra* или *Emhart* в конце 1970 года. При этом его клиент-инвестор должен четко понимать философию, которая лежит в основе этих рекомендаций. Нет оснований ожидать, что в любом краткосрочном периоде пара акции с низким значением коэффициента Р/Е превзойдет пару акций с высоким его значением. Последние хорошо изучены участниками фондового рынка. Предпочтение в пользу покупки акций компаний *Eltra* и *Emhart* вместо акций компаний *Emerson* и *Emery* должно быть осознанным решением клиента, руководствующегося при инвестировании принципом "стоимость-цена", а не принципом "привлекательного блеска". Таким образом, в значительной степени политика инвестирования в обыкновенные акции должна зависеть от отношения индивидуального инвестора. Более подробно этот подход рассматривается в следующей главе.

## 14. Выбор акций пассивным инвестором

Рассмотрим примеры более широкого применения методов анализа ценных бумаг. Поскольку в общих чертах мы уже изучили инвестиционную политику, рекомендованную двум категориям инвесторов<sup>[215]</sup>, сейчас логично рассмотреть, каким образом можно использовать анализ ценных бумаг для ее практической реализации. Пассивный инвестор, который придерживается наших подходов, позволит себе купить только высококачественные облигации плюс диверсифицированный набор акций компаний — лидеров фондового рынка. Он должен убедиться в том, что цена, по которой приобретаются обыкновенные акции, не чрезмерно высока.

Для формирования диверсифицированного списка акций инвестор может использовать два подхода: во-первых, руководствоваться структурой фондового индекса Доу-Джонса, а во-вторых, подбирать акции на основе определенного количественного критерия.

В первом случае он фактически формирует портфель, куда входят акции компаний — лидеров фондового рынка, к числу которых относятся как акции роста с высокими значениями коэффициентов P/E, так и менее популярные и менее дорогие акции. Проще всего это можно сделать, если инвестор сформирует свой портфель из 30 акций в такой же пропорции, в какой они входят в состав фондового индекса Доу-Джонса. Десять акций каждой из 30 компаний (при среднем уровне 900) обойдутся вам примерно в 16 тыс. долл.<sup>[216]</sup> Анализ данных предшествующих периодов показывает, что инвестор может ожидать практически таких же результатов в будущем, если купит акции нескольких инвестиционных фондов, состав портфеля которых адекватно отражает лидеров фондового рынка<sup>[217]</sup>.

Во втором случае инвестор использует ряд критериев для того, чтобы, покупая интересующие его акции, убедиться в том, что он получает:

- 1) минимально необходимое *качество* как достигнутой в прошлом доходности, так и текущего финансового положения компания;
- 2) минимально необходимое *количество* прибыли и активов на 1 долл. цены одной акции.

В конце предыдущей главы был перечислен ряд количественных и качественных критериев для выбора конкретных акций. Давайте рассмотрим их по порядку.

1. *Адекватный размер компании.* Сразу же скажем, что минимальные требования к показателям вообще и к размеру компании в частности инвестор устанавливает произвольно. Так, мы рекомендуем исключить из числа претендентов небольшие компании, бизнес которых в силу его размеров не сможет противостоять действию неблагоприятных экономических и других факторов. Особенно это актуально для промышленных компаний. (Часто существуют хорошие возможности и у таких компаний, но мы не считаем их приемлемыми для пассивного инвестора.) Давайте будем использовать целые числа: примем для промышленной компании размер годового объема продаж равным не менее 100 млн. долл., а для коммунальных компаний — не менее 50 млн. долл. общей стоимости их активов.

2. *Достаточно устойчивое финансовое положение.* Для промышленных компаний текущие активы должны как минимум в два раза превышать текущие обязательства, т.е. значение этого коэффициента должно равняться 2. Также величина долгосрочных обязательств не должна превышать стоимость чистых текущих активов (оборотного капитала). Для коммунальных компаний обязательства не должны превышать удвоенный объем их капитала (по балансовой стоимости).

3. *История выплаты дивидендов.* (Выплата дивидендов на протяжении самое малое 20 лет.)

4. *Отсутствие убытков на протяжении последних десяти лет.*

5. *Рост прибыли.* Увеличение прибыли на акцию как минимум на одну треть за последние десять лет (используются трехлетние средние значения на начало и на конец десятилетнего периода).

6. *Умеренное значение коэффициента P/E.* Текущая цена акции не должна превышать среднее значение прибыли за последние три года в более чем 15 раз.

7. *Умеренное значение коэффициента P/B.* Текущая цена не должна превышать балансовую стоимость акции, представленную в последнем отчете, в более чем 1,5 раза. Должно быть соответствие между значениями коэффициентов P/E и P/B: чем больше один, тем меньше другой, и наоборот. Мы предлагаем следующее правило: произведение этих коэффициентов не должно превышать 22,5. (Это значение соответствует произведению 15 (P/E) на 1,5 (P/B). Поэтому, например, если коэффициент P/E равен 9, то коэффициент P/B может быть и 2,5 — произведение остается равным 22,5).

## Общие комментарии

Эти требования установлены специально для пассивного инвестора. Они двумя противоположными способами исключают основную массу обыкновенных акций из числа кандидатов на включение в портфель. Из числа претендентов будут исключены компании, которые, во-первых, слишком малы, во-вторых, характеризуются сравнительно слабым финансовым положением, в-третьих, допускали убытки на протяжении десятилетнего периода и, в-четвертых, не имеют длительной истории постоянных выплат дивидендов. К наиболее существенным критериям текущего финансового состояния компании из перечисленных относятся показатели финансовой стабильности. Анализ демонстрирует, что значительное количество крупных и ранее стабильных компаний в последнее время снизили значение коэффициента текущей ликвидности или чрезмерно нарастили свой долг, а иногда и то, и другое одновременно.

Использование последних двух критериев накладывает дополнительные ограничения на выбор акций. От компаний требуются большие, чем могут предложить популярные на рынке акции, значения прибыли и активов в расчете на 1 долл. цены одной акции. Высокие значения коэффициентов P/E и P/B, характерные для таких акций, оправдываются большинством финансовых аналитиков. По их мнению, даже консервативные инвесторы должны быть готовы к тому, чтобы заплатить щедрую цену за акции выбранных ими компаний.

Раньше мы детально изложили противоположную точку зрения, базирующуюся в основном на отсутствии адекватного фактора безопасности, когда слишком большая часть текущей цены акции зависит от роста прибыли компании в будущем. Читателю следует решить для себя этот важный вопрос — после взвешивания всех аргументов.

Мы не имеем ничего против того, чтобы в качестве одного из критериев отбора акций пассивным инвестором использовалось требование умеренного роста прибыли за прошедшее десятилетие. Если этого не происходит, тогда можно говорить о том, что в деятельности компании наблюдается регрессия, по крайней мере, с точки зрения отдачи инвестированного капитала. Пассивный инвестор не должен включать акции таких компаний в свой портфель, хотя если их цена достаточно низка, они могут рассматриваться в качестве выгодного приобретения.

Говоря о максимальном значении коэффициента P/E, равном 15,



следует иметь в виду, что его среднее значение для всего инвестиционного портфеля может оказаться в пределах 12-13. Обратите внимание на то, что в феврале 1972 года акции компании *American Tel. Tel.* продавались по цене, которая в 11 раз превышала ее среднюю трехлетнюю (как впрочем и текущую) прибыль, а для акций компании *Standard Oil of California* значение этого показателя было меньше 10. Мы рекомендуем, чтобы значение коэффициента Е/Р (обратного по отношению к коэффициенту Р/Е) для всего портфеля акций было хотя бы столь же высоким, как и значение текущей доходности высококачественных облигаций, т.е. значение коэффициента Р/Е не должно превышать 13,3, с учетом того, что доходность облигаций класса АА составляет 7,5%<sup>[218]</sup>.

### **Выбор акций из списка Доу-Джонса: использование предложенных критериев на практике**

Акции компаний из расчета индекса Доу-Джонса в конце 1970 года отвечают практически всем (за исключением двух) критериям, рассмотренным ранее. Ниже приведен анализ, основанный на ценах закрытия торгов в 1970 году и на соответствующих данных. (Основные данные для каждой компании приведены в табл. 14.1 и 14.2.)

1. Размер каждой из компаний более чем адекватный.
2. Финансовое положение в целом адекватное, хотя не для каждой компании <sup>[219]</sup>.
3. Дивиденды выплачивались всеми компаниями самое позднее с 1940 года. История выплаты дивидендов пятью компаниями началась еще в XIX веке.
4. Совокупная прибыль была довольно стабильной на протяжении последнего десятилетия. Ни у одной из компаний не было убытков на протяжении довольно длительного (с 1961 по 1969 год) периода, хотя компания *Chrysler* показала небольшой убыток в 1970 году.
5. Агрегированный рост прибыли — при сравнении средних данных за три года в начале и в конце десятилетнего периода — составил 77%, или около 6% в год. Но у пяти фирм рост не достигал одной трети.
6. Соотношение цены и чистой стоимости активов составило 839 долл. к 562 долл. — также в рамках предусмотренного нами лимита 1,5 при

значении 1.

**Таблица 14.1. Основные данные для 30 акций компаний из списка фондового индекса Доу-Джонса (на 30 сентября 1971 года)**

	Цена одной акции на 30 сентября 1971 года (долл.)	Прибыль на одну акцию <sup>[220]</sup>			Средние значения Дивиденды выплачиваются с	Число акций (долл)
		30 сентября 1971 года (долл.)	Средние значения за 1968-1970 годы	Средние значения за 1958-1960 годы		
<i>Allied Chemical</i>	32,50	1,40	1,82	2,14	1887	26,0
<i>Aluminum Co. Of Am.</i>	45,50	4,25	5,18	2,08	1939	55,0
<i>Amer. Brands</i>	43,50	4,32	3,69	2,24	1905	13,4
<i>Amer. Can</i>	33,25	2,68	3,76	2,42	1923	40,0
<i>Amer. Tel. Tel.</i>	43,00	4,03	3,91	2,52	1881	45,4
<i>Anaconda</i>	15,00	2,06	3,90	2,17	1936	54,2
<i>Bethlehem Steel</i>	25,50	2,64	3,05	2,62	1939	44,6
<i>Chrysler</i>	28,50	1,05	2,72	(0,13)	1926	42,4
<i>DuPont</i>	154,00	6,31	7,32	8,09	1904	55,2
<i>Eastman Kodak</i>	87,00	2,45	2,44	0,72	1902	13,7
<i>General Electric</i>	61,25	2,63	1,78	1,37	1899	14,9
<i>General Foods</i>	34,00	2,34	2,23	1,13	1922	14,1
<i>General Motors</i>	83,00	3,33	4,69	2,94	1915	33,3
<i>Goodyear</i>	33,50	2,11	2,01	1,04	1937	18,4

<i>Inter. Harvester</i>	28,50	1,16	2,30	1,87	1910	42,0
<i>Inter. Nickel</i>	31,00	2,27	2,10	0,94	1934	14,5
<i>Inter. Paper</i>	33,00	1,46	2,22	1,76	1946	23,6
<i>Johns-Manville</i>	39,00	2,02	2,33	1,62	1935	24,5
<i>Owens-Illinois</i>	52,00	3,89	3,69	2,24	1907	43,7
<i>Procter Gamble</i>	71,00	2,91	2,33	1,02	1891	15,4
<i>Sears Roebuck</i>	68,50	3,19	2,87	1,17	1935	23,9
<i>Std. Oil of Calif.</i>	56,00	5,78	5,35	3,17	1912	54,7
<i>Std. Oil of N.J.</i>	72,00	6,51	5,88	2,90	1882	48,9
<i>Swift Co.</i>	42,00	2,56	1,66	1,33	1934	26,7
<i>Texaco</i>	32,00	3,24	2,96	1,34	1903	23,0
<i>Union Carbide</i>	43,50	2,59	2,76	2,52	1918	29,6
<i>United Aircraft</i>	30,50	3,13	4,35	2,79	1936	47,0
<i>US. Steel</i>	29,50	3,53	3,81	4,85	1940	65,5
<i>Westinghouse</i>	96,50	3,26	3,44	2,26	1935	33,6
<i>Woolworth</i>	49,00	2,47	2,38	1,35	1912	25,4

**Таблица 14.2. Основные коэффициенты для компаний из списка фондового индекса Доу-Джонса (на 30 сентября 1971 года)**  
**Коэффициент P/E**

Сентябрь 1971 года	1968-1970 годы	Текущая дивидендная доходность (%)	Темпы роста прибыли (1968-1970 годы по отношению к 1958-1960)	Текущие активы / текущие обязательства <a href="#">[221]</a>
--------------------	----------------	------------------------------------	---	--

				годам) (%)	
<i>Allied Chemical</i>	18,3 x	18,0 x	3,7	(-15,0)	2,1 x
<i>Aluminum Co. Of Am.</i>	10,7	8,8	4,0	149,0	2,7
<i>Amer. Brands</i>	10,1	11,8	5,1	64,7	2,1
<i>Amer. Can</i>	12,4	8,9	6,6	52,5	2,1
<i>Amer. Tel. Tel.</i>	10,8	11,0	6,0	55,2	1,1
<i>Anaconda</i>	5,7	3,9	-	80,0	2,9
<i>Bethlehem Steel</i>	12,4	8,1	4,7	16,4	1,7
<i>Chrysler</i>	27,0	10,5	2,1	[224]	1,4
<i>DuPont</i>	24,5	21,0	3,2	(-9,0)	3,6
<i>Eastman Kodak</i>	35,5	35,6	1,5	238,9	2,4
<i>General Electric</i>	23,4	34,4	2,3	29,9	1,3
<i>General Foods</i>	14,5	15,2	4,1	97,3	1,6
<i>General Motors</i>	24,4	17,6	4,1	59,5	1,9
<i>Goodyear</i>	15,8	16,7	2,5	93,3	2,1
<i>Inter. Harvester</i>	24,5	12,4	4,9	23,0	2,2
<i>Inter. Nickel</i>	13,6	16,2	3,2	123,4	2,5
<i>Inter. Paper</i>	22,5	14,0	4,6	26,1	2,2
<i>Johns-Manville</i>	19,3	16,8	3,0	43,8	2,6
<i>Owens-Illinois</i>	13,2	14,0	2,6	64,7	1,6
<i>Procter Gamble</i>	24,2	31,6	2,1	128,4	2,4
<i>Sears</i>					

<i>Roebuck</i>	21,4	23,8	1,7	145,3	1,6
<i>Std. Oil of Calif.</i>	9,7	10,5	5,0	68,8	1,5
<i>Std. Oil of N.J.</i>	11,0	12,2	5,4	102,8	1,5
<i>Swift Co.</i>	16,4	25,5	1,7	24,8	2,4
<i>Texaco</i>	9,9	10,8	5,0	120,9	1,7
<i>Union Carbide</i>	16,6	15,8	4,6	9,5	2,2
<i>United Aircraft</i>	9,7	7,0	5,9	55,9	1,5
<i>US. Steel</i>	8,3	6,7	5,4	(-21,5)	1,7
<i>Westmghouse</i>	29,5	28,0	1,9	52,2	1,8
<i>Woolworth</i>	19,7	20,5	2,4	76,3	1,8

**Таблица 14.3. Акции компаний из списка фондового индекса Доу-Джонса, которые отвечали инвестиционным критериям на конец 1970 года**

	<b>American Can</b>	<b>American Tel. Tel.</b>	<b>Anaconda</b>	<b>Swift</b>	<b>Woolworth</b>	<b>В среднем по пяти компани</b>
Цена на 31 декабря 1970 года (долл.)	393/4	487/8	21,000	301/8	36	0,000
Коэффициент "цена/прибыль", 1970 год	11,0	12,3	6,7	13,5	14,4	11,6
Коэффициент "цена / прибыль", средний за три года	10,5	12,5	5,4	18,1 <sup>[225]</sup>	15,1	12,3
Коэффициент "цена акции /						

балансовая стоимость акции" (%)	99	108	38	113	148	112
Коэффициент "текущие активы / текущие обязательства" (%)	2,2	н.п.	2,9	2,3	1,8 <sup>[226]</sup>	2,3
Коэффициент "чистые текущие активы / долг" (%)	110	н.п.	120	141	190	140
Индекс стабильности (а)	85	100	72	77	99	86
Темпы роста <sup>[227]</sup> (%)	55	53	78	25	73	57

*Н.п. — неприменимо. Долг компании American Tel. Tel. был ниже размера ее акционерного капитала.*

### **Выбор акций коммунальных компаний: решение**

Среди акций коммунальных предприятий ситуация для инвестора более благоприятна и привлекательна<sup>[228]</sup>. Большинство акций коммунальных компаний не подойдут пассивному инвестору из-за своих значений коэффициента Р/Е и результатов работы в прошлом. При рассмотрении коммунальных компаний исключим из нашего списка один из критериев, а именно — соотношение текущих активов и текущих обязательств. Достаточность оборотного капитала обеспечивается в этой сфере с помощью продажи облигаций и акций. Нам необходимо адекватное отношение акционерного капитала к долгу<sup>[229]</sup>.

В табл. 14.4 представлены сводные данные для 15 акций, которые

входят в расчет фондового индекса Доу-Джонса для коммунальных компаний (Dow Jones Utility Average, DJUA). Для сравнения в табл. 14.5 представлена аналогичная картина случайного отбора акций других 15 коммунальных компаний из листинга Нью-йоркской фондовой биржи.

**Таблица 14.5. Данные по второму списку акций коммунальных предприятий (на 30 сентября 1971 года)**

	Цена на 30 сентябрь 1971 год	Прибыль <sup>[230]</sup> (долл.)	Дивиденды (долл.)	Бухгалтерская стоимость (долл.)	Коэфф. P/T
<i>Am. Eke. Power</i>	26,00	2,40	1,70	18,86	11
<i>Cleveland El. III.</i>	34,75	3,10	2,24	22,94	11
<i>Columbia Gas System</i>	33,00	2,95	1,76	25,58	11
<i>Commonwealth Edison</i>	35,50	3,05	2,20	27,28	12
<i>Consolidated Edison</i>	24,50	2,40	1,80	30,63	10
<i>Consd. Nat. Gas</i>	27,75	3,00	1,88	32,11	9
<i>Detroit Edison</i>	19,25	1,80	1,40	22,66	11
<i>Houston Ltg. Power</i>	42,75	2,88	1,32	19,02	15
<i>Niagara- MohawkPwr.</i>	15,50	1,45	1,10	16,46	11
<i>Pacific Gas Electric</i>	29	2,65	1,64	25,45	11
<i>Panhandle E. Pipe I.</i>	32,50	2,90	1,80	19,95	11
<i>People Gas</i>	31,50	2,70	2,08	30,28	8

<i>Co.</i>					
<i>Philadelphia El.</i>	20,50	2,00	1,64	19,74	10
<i>Public Svs. El. and Gas</i>	25,50	2,80	1,64	21,81	9
<i>Sou. Calif. Edison</i>	29,25	2,80	1,50	27,28	10
<i>В среднем</i>	28,50	2,66	1,71	23,83	10,7
<i>Alabama Gas</i>	15,50	1,50	1,10	17,80	10
<i>Allegheny Power</i>	22,50	2,15	1,32	16,88	10
<i>Am. Tel. Tel.</i>	43,50	4,05	2,60	45,47	11
<i>Am. Water Works</i>	14,50	1,46	0,60	16,80	10
<i>Atlantic CityElec.</i>	20,50	1,85	1,36	14,81	11
<i>Baltimore Gas Elec.</i>	30,25	2,85	1,82	23,03	11
<i>Brooklyn Union Gas</i>	23,50	2,00	1,12	20,91	12
<i>Carolina Pwr. Lt.</i>	22,50	1,65	1,46	20,49	14
<i>Cen. Hudson G. E</i>	22,25	2,00	1,48	20,29	11
<i>Cen. III. Lt.</i>	25,25	2,50	1,56	22,16	10
<i>Cen. Maine Pwr.</i>	17,25	1,48	1,20	16,35	12
<i>Cincinnati Gas Elec,</i>	23,25	2,20	1,56	16,13	11
<i>Consumers Power</i>	29,50	2,80	2,00	32,59	11
<i>Dayton Pwr. Lt.</i>	23,00	2,25	1,66	16,79	10
<i>Delmarva Pwr. It.</i>	16,50	1,55	1,12	14,04	11



<b>В среднем</b>	23,50	2,15	1,50	21,00	11
------------------	-------	------	------	-------	----

К началу 1972 года у пассивного инвестора был довольно широкий выбор акций коммунальных компаний, каждая из которых отвечала выдвигаемым нами требованиям с точки зрения как их финансового состояния, так и цены. Акции этих компаний предлагали все, на что инвестор мог претендовать, намереваясь приобрести обыкновенные акции. По сравнению с известными промышленными компаниями, представленными в расчете фондового индекса Доу-Джонса, они предлагали почти такие же показатели роста в прошлом, плюс более низкие колебания годовых показателей. При этом акции коммунальных компаний имели более низкое значение коэффициентов P/E и P/B. Дивидендная доходность была намного выше. Финансовое положение коммунальных компаний как регулируемых монополий однозначно более привлекательно для консервативного инвестора. В соответствии с законом, коммунальные компании обязаны устанавливать такие уровни доходности инвестируемого капитала, которые были бы привлекательны для инвестора. Последний, таким образом, получает надежную защиту своих инвестиций от инфляции. Несмотря на то, что процесс государственного регулирования коммунальных компаний часто несовершенен, это не мешает им достигать хороших показателей доходности инвестированного капитала на протяжении многих десятилетий.

Для пассивного инвестора основная привлекательность акций коммунальных компаний в наше время заключается в их доступности благодаря умеренным по сравнению с их балансовой стоимостью ценам. Это означает, что инвестор по желанию может игнорировать мнение фондового рынка относительно ценности данных акций и считать себя *совладельцем* хорошо организованного бизнеса с неплохой прибылью. Котировки фондового рынка всегда помогают ему воспользоваться привлекательными возможностями в случае их возникновения — либо для покупок акций при необычайно низких ценах, либо для продажи, если цены определенно слишком высоки.

Рыночные показатели коммунальных компаний, приведенные в табл. 14.6, вместе с показателями компаний других сфер бизнеса свидетельствуют о том, что в прошлом они предоставляли инвесторам много возможностей для прибыльного использования своих инвестиций. Несмотря на то, что темпы роста прибыли не были такими же высокими, как у акций промышленных компаний, отдельные коммунальные компании,

в отличие от компаний других групп, показали более высокую ценовую стабильность на протяжении большинства рассматриваемых периодов времени<sup>[231]</sup>. Поразительно, что соответствующие коэффициенты "цена / прибыль" для промышленных и коммунальных компаний за последние два десятилетия поменялись местами (табл. 14.6).

Год	Цена <sup>[232]</sup> (долл.)	Коэффициент "цена / прибыль"	Цена (долл.)	Коэффициент "цена / прибыль"	Цена (долл.)	Коэффициент "цена / прибыль"
1948	15,34	6,56	15,27	4,55	16,77	10,03
1953	24,84	9,56	22,60	5,42	24,03	14,00
1958	58,65	19,88	34,23	12,45	43,13	18,59
1963	79,25	18,18	40,65	12,78	66,42	20,44
1968	113,02	17,80	54,15	14,21	69,69	15,87
1970	100,00	17,84	34,40	12,83	61,75	13,16

Эта перемена мест имеет большее значение для активного, чем для пассивного инвестора. Но она также свидетельствует о том, что портфель даже пассивного инвестора время от времени должен изменяться, особенно если акции становятся чрезмерно переоцененными и могут быть заменены другими с более приемлемой ценой. Увы, в случае прироста капитала инвестор вынужден платить налог. Опыт, наш старый союзник, говорит нам в этой ситуации, что лучше продать и уплатить налог, чем не продавать и потом сожалеть.

### Выбор акций финансовых организаций

Огромное количество компаний занято в финансовом секторе экономики. К ним принадлежат банки, страховые компании, сберегательные и ссудные ассоциации, кредитные общества, компании, занимающиеся кредитованием малого бизнеса, ипотечные компании и "инвестиционные компании" (к примеру, взаимные инвестиционные фонды)<sup>[233]</sup>. Характерной чертой всех этих компании является то, что материальные активы, такие как постоянный

капитал и товарные запасы, составляют лишь небольшую часть в их общих активах. Однако краткосрочные долговые обязательства большинства таких компаний значительно превышают объемы их собственного капитала. Таким образом, в этом случае вопрос финансовой стабильности более важен, чем в случае типичной производственной или коммерческой компании. Это, в свою очередь, дало толчок к возникновению разных форм государственного регулирования и управления финансовым бизнесом.

В целом, акции финансовых компаний обеспечивают своим владельцам доходность, аналогичную акциям компаний из других сфер бизнеса. В табл. 14.7 показаны произошедшие с 1948 по 1970 год изменения цен в шести категориях бизнеса, представленных в расчете фондового индекса Standard Poor's. Среднее значение цен для 1941-1943 годов принято за базовый уровень, равный 10.

**Таблица 14.7. Относительные изменения цен акций различных типов финансовых компаний с 1948 по 1970 год**<sup>[234]</sup>

	1948	1953	1958	1963	1968	1970
Страхование жизни	17,1	59,5	156,6	318,1	282,2	218,0
Страхование имущества	13,7	23,9	41,0	64,7	99,2	84,3
Банки Нью-Йорка	11,2	15,0	24,3	36,8	49,6	44,3
Банки за пределами Нью-Йорка	16,9	33,3	48,7	75,9	96,9	83,3
Финансовые компании	15,6	27,1	55,4	64,3	92,8	78,3
Компании, кредитующие малый бизнес	18,4	36,4	68,5	118,2	142,8	126,8
Фондовый индекс Standard Poor's	13,2	24,8	55,2	75,0	103,9	92,2

Мы видим, что на конец 1970 года ценовой индекс составил 44,3 для девяти банков Нью-Йорка и 218 для 11 акций компаний по страхованию жизни. В интервале между указанными периодами была отмечена значительная вариация цен. Например, акции *New York City Bank* приносили хорошую доходность с 1958 по 1968 год. В то же время акции группы страховых компаний фактически обесценились с 1963 по 1968 год. Такие колебания цен наблюдались у многих, возможно — у большинства, отраслевых групп, которые представлены в расчете фондового индекса Standard Poor's.

У нас нет особых замечаний по поводу того, как следует вести себя в этой широкой инвестиционной отрасли. Хотим лишь напомнить, что аналогичные арифметические стандарты стоимости по отношению к

прибыли и бухгалтерской стоимости точно так же применимы и при выборе компаний среди этих групп, как мы это предлагали для промышленных и коммерческих инвестиций.

### **Акции железнодорожных компаний**

Ситуация с акциями железнодорожных компаний сильно отличается от ситуации с акциями коммунальных организаций. Железнодорожные компании сильно пострадали как от жесткой конкуренции, так и от строгого государственного регулирования их бизнеса. (Хотя они и пострадали от роста издержек на оплату труда, но не менее сложные проблемы в связи увеличением заработной платы возникли также и в других отраслях экономики.) Перевозки пассажиров стали осуществляться в основном автобусным и авиатранспортом, а оставшиеся у железных дорог превратились в очень убыточные. Значительная часть грузовых перевозок также приходится на автомобильный транспорт. Больше половины железных дорог страны много раз оказывались банкротами (или переходили "под попечительство") на протяжении последних 50 лет.

Но за эти полстолетия были и периоды процветания железнодорожной отрасли, особенно во время Второй мировой войны. Некоторым из железнодорожных компаний удалось зарабатывать прибыль и выплачивать дивиденды, несмотря на сложную ситуацию в отрасли в целом.

Фондовый индекс Standard Poor's с 1942 по 1968 год вырос в семь раз, что не намного меньше роста совокупного индекса коммунальных компаний. Банкротство в 1970 году *Penn Central Transportation*, самой крупной железнодорожной компании, потрясло финансовый мир. Оно случилось спустя два года после того, как курс акций компании достиг своего самого высокого значения за всю ее историю. Компания постоянно выплачивала дивиденды на протяжении более 120 лет! (В главе 17 мы представим краткий анализ деятельности этой железнодорожной компании для иллюстрации того, как внимательные аналитики смогли заметить нарастание отрицательных моментов в ее деятельности и советовали не приобретать ее акции.) Финансовый крах этой отдельной компании серьезно сказался на позиции акций железнодорожных компаний вообще.

Как правило, не имеет смысла давать рекомендации применительно к той или иной группе акций в целом. Ценовая динамика акций

железнодорожных компаний, представленная в табл. 14.6, свидетельствует о том, что они в принципе часто давали возможность заработать хорошую прибыль. (Но, с нашей точки зрения, большой рост прибыли не был гарантированным.) Давайте ограничим наши рассуждения следующим тезисом: у инвестора нет категорических причин для того, чтобы отказаться от владения акциями какой-либо железнодорожной компании. Однако прежде чем покупать их, он должен удостовериться в том, что за свои деньги получит действительно стоящие акции и ему нет необходимости искать какие-то другие акции<sup>[235]</sup>.

### ***Пассивный инвестор: избирательность***

Каждый инвестор хотел бы, чтобы результативность его портфеля акций была выше средней. Читатель может спросить: "Обратясь за помощью к компетентному советнику или финансовому аналитику, смогу ли я рассчитывать на формирование инвестиционного портфеля с исключительными качествами?" "В конце концов, — может сказать он, — правила, которые рассматриваются в этой книге, довольно простые и естественные. Финансовый аналитик с хорошей подготовкой должен улучшить портфель акций, формирующий фондовый индекс Доу-Джонса. Если это не так, то для чего же нужны все его статистические расчеты и высоколобые рассуждения?"

Представьте, что мы попросили сотню финансовых аналитиков выбрать в конце 1970 года для приобретения инвестором пять "лучших" акций из состава фондового индекса Доу-Джонса. Одинаковый выбор сделают немногие из них, а у большинства аналитиков результаты вообще будут полностью отличаться.

Это не так удивительно, как может показаться на первый взгляд. Основная причина в том, что текущая цена каждой известной акции достаточно хорошо отображает как факторы прошлых достижений компаний, так и общий взгляд участников рынка на их будущие перспективы. Мнение любого финансового аналитика, что акции именно этой, а не другой компании, лучше подходят инвестору, свидетельствует о его индивидуальных пристрастиях и ожиданиях или же об акценте на каком-то одном наборе факторов из множества возможных. Если бы все финансовые аналитики были убеждены в том, что одни определенные

акции лучшие, то они очень быстро выросли бы в цене, что снизило бы все их предыдущие преимущества<sup>[236]</sup>.

Утверждением о том, что текущая цена отображает как известные факты, так и ожидания, мы хотели обратить внимание читателей на двойственную природу оценок, выставляемых фондовым рынком. Для постоянной уверенности каждый компетентный аналитик смотрит скорее в будущее, чем в прошлое, и отдает себе отчет в том, что его работа окажется хорошей или плохой в зависимости от того, что произойдет или не произойдет в будущем. Сведения о будущем можно получить двумя различными методами: с помощью *прогноза* или с помощью *защиты*<sup>[237]</sup>.

Те, кто делают ставку на *прогноз* инвестиций, пытаются определить будущие достижения компании, в частности, будет ли наблюдаться ожидаемый постоянный рост ее прибыли. Эти выводы могут быть либо основаны на очень тщательном изучении таких факторов, как спрос и предложение в отрасли, объем, цена и издержки, либо же исходить из довольно наивных попыток перенести линию роста в прошлом на будущее. Если эти специалисты убеждены в том, что долгосрочные перспективы очень благоприятны, то они почти всегда будут рекомендовать к приобретению определенные акции, не уделяя слишком много внимания уровню цен, по которому они продаются. Таково было, например, единодушное мнение относительно акций авиакомпаний, несмотря на то, что результаты их деятельности начиная с 1946 года часто внушали беспокойство. В Предисловии мы прокомментировали расхождение между существенным ростом курсов акций авиакомпаний и довольно-таки разочаровывающей динамикой их доходности.

И наоборот, те инвесторы, которые полагаются на *защиту* инвестиций, особое внимание всегда уделяют анализу уровня цен акций. Основная их цель — убедиться в существенном превышении (т.е. в марже) действительной стоимости акций над их рыночной ценой. Эта маржа необходима для того, чтобы "принять на себя" возможные в будущем "удары" неблагоприятного развития ситуации. В целом, для таких инвесторов не столь важно заботиться о долгосрочных благоприятных перспективах, как быть уверенным в том, что компания продолжит свой бизнес и дальше.

Первый, *прогнозный*, метод инвестирования можно также назвать качественным подходом, поскольку он фокусирует внимание инвестора на перспективах бизнеса компании, управлении ею и других не измеряемых, хотя и очень важных, качественных факторах бизнеса. Второй, или

*защитный*, метод инвестирования можно назвать количественным или статистическим подходом, поскольку он сосредоточивает внимание инвестора на измеряемых взаимосвязях между курсом акций и прибылью компании, активами, дивидендами и т.д. Фактически использование количественного подхода к инвестированию — это применение к выбору обыкновенных акций методов анализа ценных бумаг, которыми пользуется инвестор при выборе облигаций и привилегированных акций.

И наша научная позиция, и наша профессиональная деятельность всегда опирались на количественный подход к инвестированию. Мы всегда хотели быть не просто уверенными в том, что за свои деньги получим значительную стоимость, но и обосновать нашу убежденность с помощью конкретных цифр. Мы не хотели верить на слово тем, кто расписывал яркими красками прекрасное будущее компании, не давая четкого обоснования сложившемуся курсу акций. Прогнозного подхода придерживались большинство специалистов по инвестированию. Они считали, что значение прогнозов развития бизнеса, качества управления, состояния других нематериальных активов, человеческого фактора имеют больший вес по сравнению с показателями, полученными в ходе изучения отчетов о деятельности компании, ее баланса и других беспристрастных цифр.

Таким образом, выбор "лучших" акций основывается на необходимости использования инвестором двух противоположных подходов. Мы советуем пассивному инвестору не особенно заниматься выяснением сильных и слабых сторон этих методов. Лучше сосредоточить свое внимание не столько на выборе отдельных акций, сколько на диверсификации своего портфеля инвестиций. Между прочим, общепринятая идея диверсификации — это, по крайней мере частично, отрицание амбициозных претензий на возможность выбора "лучших" акций. Если бы кто-то мог безошибочно отобрать "лучшие" акции, то от диверсификации своих вложений он нес бы лишь убытки. Мы считаем, что у пассивного инвестора, соблюдающего четыре общих правила отбора обыкновенных акций для своего портфеля (см. главу 5), имеется возможность для определенного маневра. В худшем случае следование своим предпочтениям не принесет ему никакого вреда, а в лучшем — может улучшить его результаты. Принимая во внимание растущее влияние научно-технического прогресса на долгосрочные результаты бизнеса корпораций, инвестор не может не учитывать его в своих расчетах. Здесь, как и в любой другой сфере, он должен искать "золотую середину" между их игнорированием и чрезмерным вниманием к ним.

## 15. Выбор акций активным инвестором

В предыдущей главе мы рассмотрели выбор акций в рамках большой группы подходящих для пассивного инвестора акций, из числа которых он может самостоятельно, исходя из собственных предпочтений или руководствуясь советами консультанта, сформировать свой инвестиционный портфель. Эти акции обеспечивают необходимый уровень диверсификации вложений пассивного инвестора. Основное внимание при выборе акций уделялось тому, какие акции *не следует* включать в свой портфель такому инвестору. С одной стороны, к таким акциям можно отнести все акции заведомо низкого качества, с другой — не стоит выбирать акции высокого качества, если их цена настолько высока, что создает значительный спекулятивный риск. В этой главе, адресованной активному инвестору, мы должны учесть все возможности и средства для проведения индивидуального отбора акций, которые могут принести более высокую доходность, чем средний уровень доходности фондового рынка в целом.

Можно ли успешно выполнить это задание? Мы поступим нечестно, если с самого начала не сделаем серьезной оговорки. На первый взгляд, в выборе акций для активного инвестора нет ничего сложного. Чтобы выйти на средний уровень доходности (к примеру, аналогичный доходности фондового индекса Доу-Джонса), не нужно специальных возможностей. Все, что необходимо, — сформировать портфель акций, идентичный или схожий с портфелем, содержащим акции известных 30 компаний, данные о курсах которых используются для формирования ценового уровня индекса Доу-Джонса. Конечно же, в дальнейшем благодаря даже самым скромным навыкам, полученным в результате исследований, приобретенному опыту и пр. можно добиться более высоких результатов, чем показывает фондовый рынок в среднем (судя по динамике индекса Доу-Джонса).

Но все же очевиден тот факт, что в действительности более высокую доходность очень сложно обеспечить даже специалистам с очень высоким уровнем квалификации. Об этом можно судить по итогам деятельности многих инвестиционных компаний или инвестиционных фондов, которые осуществляют свои операции на протяжении многих лет. Большинство из этих инвестиционных фондов достаточно велики, в их штат входят лучшие финансовые аналитики и специалисты по анализу ценных бумаг. В их



составе также есть специальные отделы по проведению соответствующих исследований и пр. В среднем затраты на содержание таких служб составляют не более 1% в год от активов компании. Эти издержки сами по себе незначительны, и при сравнении с примерно 15% общей годовой доходности, обеспечивавшейся обыкновенными акциями на протяжении 1951-1961 годов, и даже с 6% доходности в 1961-1970 годах они не кажутся столь высокими. Практика показывает, что появление возможностей для выгодного инвестирования, которые открываются после удачного выбора акций, может легко оправдать эти расходы и обеспечить акционерам инвестиционного фонда замечательные результаты.

В целом, всем инвестиционным фондам, владеющим обыкновенными акциями, все же не удастся обеспечивать в долгосрочном периоде своим акционерам такую же доходность, как доходность фондового индекса Standard Poor's 500 или же всего фондового рынка. К этому выводу пришли специалисты в результате нескольких комплексных исследований. Процитируем последнее из них, в рамках которого был рассмотрен период 1960-1968 годов<sup>[238]</sup>: "Полученные результаты свидетельствуют о том, что доходность произвольно сформированных портфелей, содержащих равные доли вложений в акции Нью-йоркской фондовой биржи, в среднем на протяжении рассматриваемого периода превышает результативность работы взаимных инвестиционных фондов с таким же уровнем риска. Разница оказалась весьма существенной для портфелей с низким и средним уровнями риска (соответственно 3,7 и 2,5% в год), но довольно малой для портфелей с высокой степенью риска (0,2% в год)"<sup>[239]</sup>. Следует добавить, что результаты деятельности многих инвестиционных фондов за 1966-1970 годы, которые мы изучали, были немного лучше доходности фондового индекса Standard Poor's 500-stock composite и значительно лучше доходности фондового индекса Доу-Джонса.]

Как было отмечено в главе 9, эти сравнительные данные вовсе не отрицают полезность инвестиционных фондов как финансового института. Они действительно предоставляют всем инвесторам возможность получать практически средний уровень доходности от своих инвестиций в обыкновенные акции. В силу разных причин большинству мелких инвесторов, которые самостоятельно приобретают обыкновенные акции, не удастся достичь таких же результатов. Для объективного наблюдателя неспособность инвестиционных фондов обеспечивать доходность, более высокую, чем доходность фондовых индексов, достаточно четко свидетельствует о том, что эту задачу очень тяжело решить на практике.

Почему это происходит? Мы можем предположить наличие двух причин. Первая заключается в том, что текущие курсы акций, складывающиеся на фондовом рынке, действительно учитывают не только все существенные факты о прошлом компании и ее текущее состояние, но и ожидания участников рынка относительно их будущего. Если это так, то различные движения (чаще всего экстремального характера) фондового рынка, которые впоследствии будут иметь место, должны быть результатом появления новых факторов, которые заранее нельзя было предвидеть. Это, в свою очередь, приводит к неожиданным и случайным колебаниям курсов акций. Если дело действительно обстоит именно так, как мы только что описали, тогда работа финансового аналитика, какой бы основательной она ни была, в большинстве своем будет неэффективной, поскольку он, по сути, пытается предвидеть то, что не поддается прогнозированию.

Увеличение численности финансовых аналитиков вполне могло сыграть большую роль в получении такого результата. Если сотни и даже тысячи экспертов детально изучают факторы формирования стоимости акций ведущих компаний, то вполне естественно ожидать, что в уровне их текущих цен достаточно полно отображается согласованное мнение участников рынка. Те инвесторы, которые отдадут предпочтение каким-либо определенным акциям, поступят так в силу собственного пристрастия или оптимизма, что в равной степени может оказаться как неправильным, так и правильным.

Я часто провожу аналогию между работой финансовых аналитиков с Уолл-стрит и игрой участников турнира по двойному бриджу. Первые пытаются выбрать акции, "которые, скорее всего, принесут хорошую прибыль", вторые же стараются набрать максимальное количество очков за счет своих партнеров по игре. В обоих случаях в выигрыше оказываются немногие.

Если все игроки в бридж имеют примерно одинаковую подготовку и опыт, то победа, скорее всего, зависит от различного рода нарушений правил, а не от превосходных навыков участников. Что касается работы финансовых аналитиков, то "нивелированию" их знаний о рынке помогает корпоративный дух, присущий людям этой профессии, которые охотно делятся своими идеями и открытиями на различных многочисленных встречах и семинарах. Если снова вернуться к сравнению с карточной игрой, то это выглядит так, как если бы игроки заглядывали друг другу в карты и обсуждали каждый ход.

Вторая возможная причина совсем иного рода. Вполне вероятно, что на результатах работы многих финансовых аналитиков сказываются

ошибки в самом их методе выбора акций. Сначала они ищут отрасли с лучшими перспективами роста. Затем в рамках этих отраслей стараются найти компании, характеризующиеся хорошим менеджментом и имеющие другие преимущества. В результате рекомендаций финансовых аналитиков инвестиционные фонды будут покупать акции выбранных компаний по любой цене, даже очень высокой, и избегать вкладывать капитал в акции менее обещающих компаний, независимо от того, сколь низкой может быть их цена.

Такой метод выбора акций оправдывает себя только в том случае, если прибыль отобранных "хороших" компаний в будущем действительно будет увеличиваться значительными темпами. Теоретически стоимость их акций при этом будет очень большой. И если отвергнутые компании действительно не имеют никаких шансов на успешное развитие, тогда финансовый аналитик справедливо будет считать их акции непривлекательными при любом уровне цен.

Однако ситуация в нашем бизнесе складывается совсем по-другому. Лишь немногие компании продемонстрировали способность поддерживать стабильно высокие темпы роста прибыли на протяжении длительных периодов времени. Мы можем также сказать, что лишь немногие крупные компании окончательно "ушли со сцены". Больше того, их история полна превратностей — взлеты и падения, драматические изменения финансового положения. В некоторых случаях вариант "из грязи в князи и обратно" повторялся почти циклически — фраза, которая когда-то была стандартом в сталелитейной отрасли. В других случаях кардинальное изменение дел в компании было вызвано ухудшением или улучшением качества управления<sup>[240]</sup>.

Каким же образом все сказанное применимо к активному инвестору, который хотел бы выбрать акции с доходностью, превышающей среднерыночную? Прежде всего, приведенный нами анализ позволяет предположить, что ему придется принимать сложные и подчас даже трудновыполнимые решения.

Читатели, сколь бы разумными и знающими они ни были, вряд ли смогут преуспеть в выборе акций для формирования инвестиционного портфеля лучше, чем ведущие финансовые аналитики с Уолл-стрит. Но если правда, что весьма значительное количество акций при проведении стандартной процедуры их отбора для формирования инвестиционного портфеля просто выпадают из поля зрения финансовых аналитиков или недооцениваются ими, то может ли разумный инвестор извлечь прибыль из такой ситуации?

Однако чтобы сделать это, он должен придерживаться особых методов, которые в целом не воспринимаются на Уолл-стрит, хотя общепринятые приемы, и мы это видели, не в состоянии обеспечить желаемые результаты. Было бы странно, если бы — при активной работе всех профессиональных "умов" фондового рынка — существовали подходы, которые были бы и эффективными, и в то же время относительно непопулярными. Наша собственная карьера и репутация все еще основываются на этом невероятном факте<sup>[241]</sup>.

### **Методика выбора акций Грэхема- Ньюмена**

Для конкретизации нашего последнего утверждения стоит вкратце рассмотреть типы операций, в которых на протяжении 30 лет (с 1926 по 1956 год) принимала участие наша компания *Graham-Newman Corporation*<sup>[242]</sup>. В нашей отчетности они классифицированы следующим образом.

*Арбитражные сделки.* Покупка одних ценных бумаг и одновременная продажа других, на которые обмениваются первые в соответствии с планами реорганизации, слияния и тому подобными операциями.

*Ликвидация.* Покупка акций, по которым должны быть получены денежные средства после ликвидации активов компании.

Наша компания выполняла операции этих двух типов, если соблюдались следующие критерии: а) ожидаемая величина годовой доходности составляла 20% и более; б) вероятность успеха была не меньше 80%.

*Связанное хеджирование.* Покупка конвертируемых облигаций или конвертируемых привилегированных акций с одновременной продажей обыкновенных акций, на которые они обмениваются. Мы старались создать паритетную позицию, т.е. выйти на ситуацию, при которой наши убытки были бы минимальными, если бы пришлось реально конвертировать "старшие" ценные бумаги. Но можно было рассчитывать и на прибыль, если курс обыкновенных акций падал значительно ниже курса "старших" ценных бумаг.

*Покупка акций, которые продавались по стоимости чистых текущих активов ("выгодные" акции).* Идея состояла в покупке как можно большего

количества акций по цене, которая равнялась или была ниже балансовой стоимости приходившихся на них чистых оборотных активов. Как правило, мы покупали такого рода акции, если их цена составляла две трети или меньше удельной стоимости чистых оборотных активов. На протяжении многих лет мы старались придерживаться принципа широкой диверсификации наших инвестиций, формируя портфель как минимум из 100 различных акций.

Следует также добавить, что время от времени осуществлялись крупномасштабные приобретения контрольного типа, но это не относится к рассматриваемой теме.

Мы четко отслеживали доходность избранного нами круга операций. Исходя из последующего анализа мы исключили два типа операций, которые не приносили удовлетворительных результатов. К числу первых относилась покупка предположительно привлекательных (на основе нашего общего анализа) акций, которые не удавалось приобрести по цене, не превышающей удельную стоимость оборотного капитала компании. Второй областью стали "несвязанные" хеджировочные операции, в рамках которых приобретенные ценные бумаги не обменивались на обыкновенные акции. (Такие операции проводят инвестиционные фонды, появившиеся недавно в виде новой группы "хеджировочных инвестиционных фондов" (*hedge funds*) в среде инвестиционных компаний<sup>[243]</sup>.) В обоих случаях проведенный нами анализ результатов деятельности за десять или более лет привел нас к выводу, что их доходность была недостаточной для дальнейших операций.

Поэтому с 1939 года круг наших операций ограничился сделками по ликвидации компаний; связанными хеджировочными операциями, покупкой акций, цена которых была ниже удельного значения оборотного капитала, с несколькими контрольными сделками. Сделки каждого типа приносили нам довольно приемлемые результаты. Особо стоит отметить, что связанные хеджировочные операции обеспечили хорошую доходность на "бычьем" рынке. Это особенно важно, так как в то время операции с недооцененными акциями не были столь же успешны.

Мы сомневаемся в том, что стоит рекомендовать такую "диету" широкому кругу разумных инвесторов. Но однозначно уверены в том, что использованные нами профессиональные методики не подходят пассивным инвесторам, которые, по определению, являются любителями. Что касается активного инвестора, то, возможно, лишь незначительное их меньшинство обладает темпераментом, необходимым для четкого ограничения рамок своей деятельности несущественной частью ценных бумаг. Большинство

активно настроенных практиков предпочтут расширить рамки своей деятельности. В пределах их "охотничьих угодий" окажутся все те ценные бумаги, которые, как они считают, во-первых, не являются переоцененными (если использовать консервативные подходы) и, во-вторых, конечно же, выглядят более привлекательно (с точки зрения прогнозов или прошлых результатов, или и того, и другого вместе), чем типичные.

В таких случаях активному инвестору следует использовать различные критерии качества и обоснованности цены в соответствии с методами, которые мы рекомендовали его пассивному коллеге. Но они должны быть более гибкими, допуская, что плюсы по одним критериям можно уравновесить за счет минусов по другим. Например, инвестор не должен отказываться от акций компании, которая имела убытки в 1970 году, если из-за высокой средней доходности и других важных качеств ее цена выглядит привлекательной.

Предприимчивый инвестор может ограничивать свой выбор отраслями и компаниями, перспективы которых он оценивает оптимистически, но мы настоятельно не рекомендуем ему платить слишком высокую (относительно прибыли и активов) цену за акции лишь под влиянием такого энтузиазма. Если он последует нашей инвестиционной философии, то выберет акции компаний с циклическим характером бизнеса — таких как, например, сталелитейные компании. Он увидит, что текущая ситуация неблагоприятна, ближайшие перспективы кажутся весьма мрачными, но и низкая цена в определенной степени отображает всеобщий пессимизм<sup>[244]</sup>.

### **Компании "второго эшелона"**

Дальше следует изучать и, по возможности, осуществлять отбор среди акций компаний "второго эшелона" (второго уровня) с хорошим финансовым состоянием, удовлетворительными финансовыми показателями, которые все же не избалованы излишним вниманием. Это компании, подобные *Eltra* и *Emphart* с их ценами в 1970 году (см. главу 13). Существуют различные способы для определения таких фирм. Мы используем новаторский подход и детально рассмотрим пример выбора акций. При этом мы преследуем двоякую цель. Многие из наших читателей отметят практическую ценность приведенного ниже примера или же

попытаются испробовать противоположные методы. В этом случае мы советуем глубже познакомиться с реальным миром обыкновенных акций, в частности, с одним из лучших на данный момент справочников — *Standard Poor's Stock Guide*, который издается ежемесячно и распространяется по годовой подписке. Также многие брокерские фирмы предоставляют этот справочник своим клиентам (по заявке).

Значительная часть *Standard Poor's Stock Guide* (около 230 страниц) посвящена обобщенной статистической информации, относящейся к акциям более чем 4500 компаний. В их число входят все акции (приблизительно 3000, имеющиеся в листинге всех фондовых бирж, плюс, скажем, 1500 незарегистрированных акций). Здесь представлено большинство показателей, которые нужны для первого или последующего ознакомления с определенной компанией. (На наш взгляд, здесь все же упущены важные показатели — балансовая стоимость акции, которую можно найти в более подробных справочниках.)

Инвестор, которому нравится "играть" с показателями деятельности корпораций, при знакомстве со *Stock Guide* будет чувствовать себя великолепно. Он сможет открыть любую страницу, и перед ним предстанет панорама блеска и нищеты фондового рынка. Его вниманию доступна информация о самых высоких и самых низких уровнях цен начиная с 1936 года. Он найдет компании, курс акций которых увеличился в 2000 раз — от ничтожно низкого уровня до очень высокого. (Рост курса акций известной компании *IBM* составил "всего лишь" 333 раза за этот период.) Он отыщет компанию, акции которой выросли с 3/8 до 68, а затем опять упали до 3 [245]. В графе "Таблицы с дивидендным доходом" он обнаружит компании с историей выплаты дивидендов начиная с 1791 года — их выплачивает компания *Industrial National Bank of Rhode Island* (которая недавно выразила намерение изменить старинное название) [246]. Если он откроет в *Stock Guide* показатели на конец 1969 года, то узнает, что *Penn Central Co.* (преемник корпорации *Pennsylvania Railroad*) стабильно выплачивает дивиденды с 1848 года. Увы! Всего лишь несколько месяцев спустя как он прочел эти данные, эта компания обанкротилась. Он обнаружит компанию, курс акций которой лишь в два раза превышает уровень прибыли, и другую с аналогичным показателем на уровне 99 [247]. В большинстве случаев инвестору трудно будет определить сферу бизнеса по названию корпорации, поскольку рядом с понятным названием *U.S. Steel* будут представлены три других типа *ITI Corp.* (производство хлебобулочных изделий) или *Santa Fe Industries* (крупная железнодорожная компания).

Перед ним предстают многообразие цен, историй выплаты дивидендов и доходности, показателей финансового положения, показателей капитализации и т.д. Заурядные компании без характерных особенностей, большинство интересных комбинаций "основного бизнеса", и т.п., и т.д. — все это можно найти в *Stock Guide*. Его можно просмотреть по диагонали или же изучать серьезно.

В отдельных его графах представлена информация о дивидендной доходности и значениях коэффициентов P/E, основанных на показателях за последние 12 месяцев. Это последний аргумент, который убеждает нас попробовать свои силы в выборе обыкновенных акций.

### **Как работать со Stock Guide**

Давайте представим, что мы пытаемся найти простой, но в то же время отличительный индикатор того, что акция является дешевой. Первое, что приходит на ум, — низкий уровень цены по сравнению с недавней прибылью компании. Давайте составим предварительный список акций, которые в конце 1970 года имели значение коэффициента P/E, равное 9 или ниже. Для иллюстрации возьмем первые 20 акций с низким значением мультипликатора. Они начинаются с акций компании *Aberdeen Mfg. Co.*, курс которых при закрытии составил 10,25 в этом году, т.е. был в девять раз выше прибыли в размере 1,25 долл. на одну акцию, полученной за предшествующий год, который заканчивается 30 сентября 1970 года. На 12-й позиции мы видим акции компании *American Maize Products*, цена одной акции которой на момент закрытия фондового рынка составила 9,5, а коэффициент P/E также был равен 9.

Выбранная нами группа акций может показаться ничем не примечательной, поскольку цена десяти из них не превышала 10 долл. за одну акцию. (Этот факт в действительности не столь важен, поэтому совсем не обязательно предостерегать пассивных инвесторов от таких акций. Но для активных инвесторов такой список может быть весьма полезным<sup>[248]</sup>.)

Перед проведением дальнейшего тщательного анализа давайте рассчитаем несколько показателей. Наш список содержит примерно каждую десятую акцию из первых 200. Подобная выборка из общего количества акций, представленных в *Stock Guide*, составит, допустим, 450 акций со значением коэффициента P/E до 10. Таким образом, у нас будет достаточное количество кандидатов для дальнейшего отбора.

Давайте применим по отношению к нашему списку определенный



дополнительный критерий, довольно простой по сравнению с теми, которые мы советовали использовать пассивному инвестору, но не настолько жесткий. Предположим следующее.

1. Финансовое положение:

а) текущие активы как минимум в 1,5 раза превышают размер текущих обязательств;

б) величина долга составляет не более чем 110% от величины чистых текущих активов (для промышленных компаний).

2. Стабильность прибыли: на протяжении последних пяти лет убытков, отмеченных в *Stock Guide*, не обнаружено.

3. История выплаты дивидендов: текущие дивидендные выплаты.

4. Рост прибыли: прибыль прошлого года больше прибыли за 1966 год.

5. Цена: меньше 120% чистой стоимости материальных активов.

Показатели прибыли в *Stock Guide* представлены по состоянию на 30 сентября 1970 года, а потому не отображали возможные негативные черты последнего квартала этого года. Но разумный инвестор довольствуется доступной информацией. Обратите также внимание на то, что мы не устанавливаем минимальную границу для размера компании. Инвестиции в акции фирм небольшого размера могут быть достаточно безопасными, если их приобретать осторожно и на групповой основе.

После использования пяти дополнительных критериев наш список из 20 кандидатов на покупку уменьшился до пяти. Давайте продолжим исследование до тех пор, пока начальные 450 выпусков из *Stock Guide* не превратятся в маленький "портфель", отвечающий нашим шести требованиям (они приведены в табл. 15.1 вместе с соответствующими данными). Группа, конечно же, представлена только как иллюстрация и не обязательно должна превратиться в портфель пытливого инвестора.

Дело в том, что у последователей нашего метода должен быть более широкий выбор. Если "отсеивающий" подход применить ко всем 4500 компаниям, представленным в *Stock Guide*, и придерживаться соотношения 1:10, то в итоге мы получим около 150 компаний, отвечающих всем нашим шести критериям отбора. После этого активный инвестор сможет руководствоваться своим мнением или своими предпочтениями и предубеждениями при проведении третьего этапа отбора, заключающегося в выборе, скажем, одной из пяти компаний из этого списка.

Справочник *Stock Guide* содержит раздел "Ранжирование прибыли и дивидендов", акции в котором располагаются с учетом стабильности и роста этих показателей на протяжении последних восьми лет. (Таким образом, привлекательность *цены* акции здесь не анализируется.)

Ранжирование акций, которые входят в состав фондового индекса Standard Poor's, представлено в табл. 15.1. Десяти из пятнадцати акций соответствует ранг В+ (средний из рангов) и одному (компания *American Maize*) присвоен самый высокий ранг А. Если активный инвестор желает добавить седьмой механический критерий для своего выбора, принимая во внимание только акции, которые ранжируются Standard Poor's как средние или более высокого качества, он все еще получит около 100 таких акций для дальнейшего отбора. Итак, мы можем сказать, что получили группу акций как минимум среднего качества, которые отвечают критерию удовлетворительного финансового состояния и характеризуются низким значением коэффициента Р/Е, а их цена ниже удельной стоимости активов компании; при этом они должны принести инвестору приемлемые результаты.

**Таблица 15.1. Портфель акций промышленных компаний с низким значением коэффициента Р/Е (пример)**

Компания	Курс акции в декабре 1970 года (долл.)	Прибыль в расчете на акцию (за последние 12 месяцев) (долл.)	Балансовая стоимость одной акции (долл.)	Ранжирование S P	Цена в феврале 1972 года (долл.)
<i>Aberdeen MGF.</i>	10,500	1,25	9,33	В	13,75
<i>Alba - Waldensian</i>	6,135	0,68	9,06	В+	6,75
<i>Albert's Inc.</i>	8,500	1,00	8,48	н.р.	14,00
<i>Allied Milk</i>	24,500	2,68	24,38	В+	18,25
<i>Am. Maize Prod.</i>	9,250	1,03	10,68	А	16,50
<i>Am. Rubber Plastics</i>	13,750	1,58	15,06	В	15,00
<i>Am. Smelt. Ref.</i>	27,500	3,69	25,30	В+	23,25
<i>Anaconda</i>	21,000	4,19	54,28	В+	19,00

<i>Anderson Clayton</i>	37,750	4,52	65,74	B+	52,50
<i>Archer-Daniels-Mid.</i>	32,500	3,51	31,35	B+	32,50
<i>Bagdad Copper</i>	22,000	2,69	18,54	н.р.	32,00
<i>D.H. Baldwin</i>	28,000	3,21	28,60	B+	50,00
<i>Big Bear Stores</i>	18,500	2,71	20,57	B+	39,50
<i>Binks Mfg.</i>	15,250	1,83	14,41	B+	21,50
<i>Bluefield Supply</i>	22,250	2,59	28,66	н.р.	39.50 <sup>[249]</sup>

*н. р.* — нет ранга.

### **Простой критерий для выбора обыкновенных акций**

Вдумчивый читатель также может поинтересоваться, можно ли сформировать портфель акций с доходностью выше средней, используя более простой, чем мы только что рассмотрели, метод? Можно ли в качестве единственного простого и достоверного критерия отбора акций использовать низкое соотношение цены и прибыли, высокую дивидендную доходность или большую величину активов? Мы предлагаем использовать два метода отбора акций, которые показали хорошие и стабильные результаты в прошлом. Речь идет о таких методах, как, во-первых, приобретение акций компаний— лидеров бизнеса при низком значении коэффициента P/E (таких как акции из списка фондового индекса Доу-Джонса) и, во-вторых, выбор из диверсифицированной группы акций, цена которых ниже чистой стоимости текущих активов (или оборотного капитала компании).

Мы уже отмечали, что использование в качестве критерия низкого значения коэффициента P/E для акций из состава фондового индекса Доу-Джонса в конце 1968 года сработало плохо, когда мы увидели картину по

состоянию на середину 1971 года. Неплохо показал себя критерий покупки акций по цене ниже удельной стоимости оборотного капитала, приходящейся на одну акцию.

А что же можно сказать по поводу остальных базовых критериев отбора акций? В процессе написания этой книги мы провели ряд "экспериментов", каждый из которых основывался на единичном, довольно очевидном, критерии. Используемые данные можно найти в *Standard Poor's Stock Guide*. Во всех случаях предполагалось, что портфель из 30 акций приобретается по ценам закрытия 1968 года и затем переоценивается 30 июня 1971 года. Произвольно использовались следующие отдельные критерии: 1) низкий коэффициент Р/Е (мы не ограничивали себя акциями, которые входят в состав фондового индекса Доу-Джонса); 2) высокая дивидендная доходность; 3) очень длительная история выплаты дивидендов; 4) очень большая компания, что измеряется количеством выпущенных акций; 5) прочное финансовое положение; 6) абсолютно низкая цена одной акции; 7) низкая цена по сравнению с ее высоким значением в прошлом; 8) высокий рейтинг качества в соответствии с оценками *Standard Poor's*.

Следует принять во внимание, что в *Stock Guide* самое малое одна колонка отвечает каждому из указанных критериев. Это свидетельствует об уверенности издателя в том, что каждому из них принадлежит важная роль в процессе выбора обыкновенных акций. (Как мы уже отмечали, нам также было бы интересно рассмотреть и показатель балансовой стоимости акции.)

Самый важный результат использования наших различных критериев заключается в оценке доходности портфеля произвольно выбранных акций. Мы проверили доходность трех портфелей, сформированных из 30 акций, информация о которых была размещена в первых строчках разных страниц выпуска *Stock Guide* от 31 декабря 1968 года. Для оценки доходности мы использовали выпуск справочника от 31 августа 1971 года. На протяжении этого периода фондовый индекс *Standard Poor's* практически не изменился, а фондовый индекс Доу-Джонса упал лишь на 5%. Но цена случайно выбранных нами акций в среднем снизилась на 22%, без учета 19 акций, которые были исключены из справочника и которые, скорее всего, имели более значительные убытки. Эти сравнительные результаты, несомненно, отображают тенденцию к сравнительной переоценке во времена "бычьего" рынка акций небольших компаний с низким качеством. Такие акции не только переживают более серьезные спады, чем у более качественных бумаг; им также присущ более продолжительный период восстановления

своего ценового уровня — и во многих случаях этот период затягивается на неограниченное время. Мораль для разумного инвестора такова: следует избегать выбора акций компаний "второго эшелона" при формировании своего портфеля, если — для активного инвестора — они не являются бесспорно выгодными.

Прочие результаты наших наблюдений можно обобщить следующим образом.

Только три акции из всех изученных принесли более высокую доходность, чем фондовый индекс Standard Poor's composite (и, следовательно, более высокую, чем фондовый индекс Доу-Джонса). Во-первых, это акции промышленных компаний с наиболее высоким рейтингом качества (A+). Их цена увеличилась на 9,5% на протяжении этого периода на фоне общего спада фондового индекса Standard Poor's industrials на 2,4% и фондового индекса Доу-Джонса на 5,6%. (Но для десяти акций коммунальных компаний с рейтингом A+ цена снизилась на 18% по сравнению с 14% для 55 акций из состава фондового индекса Standard Poor's public utility). Стоит отметить, что рейтинг Standard Poor's показал себя очень хорошо при рассмотрении в качестве теста только этого показателя. В каждом случае портфель, основанный на более высоких рейтингах, обеспечивал более высокую доходность, чем портфель с более низкими рейтинговыми оценками.

Во-вторых, это акции крупных компаний, с количеством выпущенных акций, превышающим 50 миллионов, цены которых в целом не подверглись значительным изменениям по сравнению с незначительным спадом фондовых индексов.

В-третьих, это компании, акции которых имеют высокую цену (свыше 100), но они, как ни странно, обеспечили незначительный (примерно 1%) рост доходности.

Среди прочего мы использовали и критерий балансовой стоимости акций. Этот показатель не представлен в *Stock Guide*. В этом случае мы пришли к выводу, противоречащему нашей инвестиционной философии, согласно которой компании, характеризующиеся как большими размерами, так и большим удельным весом стоимости гудвила в ее рыночной цене, в целом приносили очень хорошую доходность на протяжении двух с половиной лет. (Под "гудвиллом" мы подразумеваем часть цены, которая превышает балансовую стоимость.)<sup>[250]</sup> Наш список "гигантов гудвила" включил до 30 компаний, в каждой из которых компонент гудвила превысил 1 млрд. долл. и составлял больше половины рыночной стоимости. Общая рыночная стоимость этого компонента в целом в конце

1968 года составила свыше 120 млрд. долл.! Несмотря на столь оптимистические рыночные оценки, группа в целом характеризовалась ростом курсов акций на 15% с декабря 1968 по август 1971 года.

Подобный факт не следует игнорировать при разработке инвестиционной политики. Вполне понятно, что компании, которые сочетают большой размер, прекрасные показатели прибыли в прошлом, ожидания по поводу дальнейшего роста прибыли в будущем и сильные позиции на рынке на протяжении многих лет, обладают значительной *движущей силой (momentum)*. Даже если цена окажется чрезмерной в соответствии с нашими количественными стандартами, движущая сила фондового рынка способна поддерживать курс таких акций. (Конечно же, это предположение не относится к каждой индивидуальной акции в своей категории. Например, цена акций неоспоримого лидера по критерию гудвила — компании *IBM* — упала с 315 до 304 на протяжении 30 месяцев.) Трудно судить, в какой мере указанное воздействие фондового рынка происходит под влиянием "действительных" или объективных причин и в какой — вследствие продолжительной популярности. Вне сомнения, в этом случае важны оба фактора. Несомненно, как долгосрочные, так и последние воздействия фондового рынка по отношению к корпорациям-гигантам с точки зрения репутации фирмы будут благоприятствовать включению этих обыкновенных акций в диверсифицированный инвестиционный портфель. Но все же мы отдаем предпочтение использованию других критериев выбора акций, соответствие которым отражает комбинацию благоприятных инвестиционных факторов, включающих и то, что стоимость активов компании составляет по меньшей мере две трети ее рыночной стоимости.

Тесты, основывающиеся на других критериях, в целом свидетельствуют о том, что доходность портфеля акций, случайно сформированного на базе благоприятного значения отдельного фактора, более высокая, чем доходность портфеля, случайно сформированного на базе низкого значения данного фактора. Например, для акций с низким значением коэффициента *P/E* падение цен оказалось меньшим, чем для акций с большим значением коэффициента *P/E*. Аналогично убытки тех компаний, которые выплачивают дивиденды длительный период времени, оказались ниже, чем у компаний, которые не выплачивали дивиденды по состоянию на конец 1968 года. Эти результаты подтверждают наши рекомендации относительно того, что отобранные акции должны соответствовать требованиям комбинации количественных, реально исчисляемых критериев.

И наконец, также следует прокомментировать более низкие результаты по акциям из наших списков по сравнению с ценовой динамикой акций, формирующих фондовый индекс Standard Poor's. При расчете последнего используются весовые коэффициенты, зависящие от размера каждой кампании, в то время как наши тесты основаны на использовании в расчетах одной акции каждой компании. Конечно же, большое внимание, которое уделяется компаниям-гигантам при расчете по методу *Standard Poor's*, приводит к огромному различию в результатах и еще раз свидетельствует о более высокой ценовой стабильности акций крупных корпораций по сравнению с акциями обыкновенных компаний.

**"Выгодные" акции — те, которые можно приобрести по чистой стоимости текущих активов или дешевле**

Рассмотренные выше результаты использования указанных критериев не включают анализ покупки 30 акций по цене ниже чистой стоимости текущих активов. Дело в том, что в лучшем случае только половина акций из указанной группы была представлена в *Stock Guide* в конце 1968 года. Но ситуация изменилась после падения цен в 1970 году, и по результатам этого года многие акции можно было приобрести по цене, не превышающей стоимость оборотного капитала. Всегда было достаточно очевидно, что если сформировать диверсифицированный портфель из обыкновенных акций, приобретая их по цене ниже удельной стоимости чистых оборотных активов (т.е. по стоимости активов компании, из которых вычли стоимость первоочередных обязательств и приняли равными нулю постоянные и прочие активы), то доходность такого портфеля будет вполне удовлетворительной. Они, по нашему опыту, именно такими и были на протяжении более 30 лет — с 1923 по 1957 год — за исключением периода действительно жестких испытаний с 1930 по 1932 год.

Можно ли было использовать такой подход и в начале 1971 года? Наш ответ: "Да". В ходе быстрого просмотра *Stock Guide* можно определить 50 или больше акций, которые можно приобрести по цене или дешевле чистой стоимости оборотного капитала. Многие из них показали неважные результаты по итогам тяжелого 1970 года. Если мы исключим акции тех компаний, которые объявили о чистых убытках за последние 12 месяцев, то

в нашем распоряжении все еще останется достаточное количество акций для формирования диверсифицированного портфеля.

В табл. 15.2 приведены данные для пяти акций, которые продавались по цене ниже удельной стоимости оборотного капитала<sup>[251]</sup> в 1970 году. Они дают пищу для размышлений относительно природы колебания рыночных цен.

**Таблица 15.2. Акции известных компаний, курс которых в 1970 году был равен или ниже удельной стоимости чистых оборотных активов (долл.)**

Компания	Цена в 1970 году	Стоимость чистых текущих активов в расчете на одну акцию		Прибыль в расчете на акцию в 1970 году		Наивысшая цена до 1970 года
		Балансовая стоимость акции	Текущие дивиденды			
<i>Cone Mills</i>	13,000	18,5	39,3	1,51	1,00	41,50
<i>Jantzen Inc.</i>	11,125	12,0	16,3	1,27	0,60	37,00
<i>National Presto</i>	21,500	27,0	31,7	6,15	1,00	45,00
<i>Parker Pen</i>	9,250	9,5	16,6	1,62	0,60	31,25
<i>West Point Pepperell</i>	16,250	20,5	39,4	1,82	1,50	64,00

Почему известные компании, чьи товары пользуются популярностью в стране, могут оцениваться настолько низко, тогда как другие (с более высокими темпами роста прибыли) продаются по рыночной цене, на миллиарды долларов превышающей указанные в балансе цифры? Еще раз вернемся в "старые добрые времена", когда гудвил как элемент нематериальных активов обычно ассоциировался с торговой маркой. Такие названия, как *Lady Pepperell* в производстве постельных принадлежностей, *Jantzen* — в производстве купальных костюмов и *Parker* — в производстве ручек, действительно будут считаться весьма ценными активами. Но теперь, когда "фондовый рынок относится к компании с неприязнью", не только известные торговые марки, но и земля, здания, оборудование и все



остальное в его оценках может считаться ничем. Как говорил Паскаль: "У сердца свои причины, неподвластные разуму"<sup>[252]</sup>. В нашем случае вместо "сердца" можно поставить "Уолл-стрит".

И еще один контраст. Когда дела идут хорошо и акции пользуются спросом у инвесторов, на рынке появляются новые выпуски акций, которые вообще не обладают никаким качеством. Они быстро находят покупателей; их цены часто очень быстро растут, в результате они продаются при таком соотношении цены к прибыли и объему активов, которое было бы позорным для компаний *Xerox*, *IBM* и *Polaroid*. Уолл-стрит воспринимает подобное сумасшествие с большим энтузиазмом, без явных попыток испытывать хотя бы тень сомнения перед неизменным коллапсом цен. (Комиссия США по ценным бумагам и фондовой бирже влияет на ход событий лишь тем, что требует обнародовать информацию, которая вряд ли может интересовать спекулятивно настроенных участников рынка, или же объявляет расследования и даже применяет различного рода штрафные санкции в случае явного нарушения закона.) Когда многие из этих микроскопических, но раздутых до неузнаваемости компаний фактически исчезают из поля зрения, все весьма философски воспринимают это как "один из вариантов окончания игры". Каждый инвестор зарекается от такой непростительной экстравагантности в своем поведении — до следующего раза.

Вежливый читатель поблагодарит нас за лекцию. Но все же спросит: "Как же быть с "выгодными" акциями?" Можно ли на них хорошо заработать, не принимая во внимание серьезный риск? Конечно, можно, если вы найдете их в достаточном количестве для того, чтобы сформировать диверсифицированный портфель, и не потеряете самообладание в том случае, когда они не будут подниматься в цене сразу же после приобретения. Иногда может потребоваться очень много терпения. В нашем предыдущем (1965 года) издании был рассмотрен пример корпорации *Burton-Dixie*, акции которой продавались по цене 20 долл. за штуку при удельной стоимости чистых оборотных активов в размере 30 долл. и балансовой стоимости около 50 долл. Владение такими акциями не гарантировало немедленной прибыли. Но в августе 1967 года всем акционерам было предложено 53,25 долл. за одну акцию, что обуславливалось, вероятно, именно балансовой стоимостью. Терпеливый инвестор, который приобрел акции в марте 1964 года по 20 долл. за штуку, через три с половиной года получит прибыль в 165%, т.е. чистая годовая доходность составит 47%. Большинство выгодных акций в нашей практике не требовали настолько длительного периода для обеспечения хорошей

прибыли, но они и не приносили им такой высокой доходности. Подобная ситуация была рассмотрена на примере *National Presto Industries* в главе 6.

### **"Особые ситуации"**

На этих вопросах остановимся вкратце, поскольку теоретически, как уже говорилось, они входят в программу действий активного инвестора. Затем мы рассмотрим несколько примеров и замечания по поводу того, что они могут обеспечить внимательному и активному инвестору.

Три ситуации такого рода имели место в начале 1971 года. Дадим их общие характеристики.

**Ситуация 1.** Приобретение компании *Kayser-Roth* корпорацией *Borden*. В январе 1971 года корпорация *Borden* объявила о плане приобретения контрольного пакета акций компании *Kayser-Roth* ("производителя одежды"), в соответствии с которым 1,33 акции компании обменивались на одну акцию *Kayser-Roth*. На протяжении дня после активных торгов курс акций *Borden* составил 26, а курс акций компании *Kayser-Roth* — 28. Если кто-либо приобрел 300 акций компании *Kayser-Roth* и продал 400 акций *Borden* при таких уровнях цен и довел сделку до конца именно на таких условиях, то он получал 24% доходности по отношению к своим затратам (за вычетом комиссионных и некоторых других статей расходов). Если предположить, что сделка заключалась на шесть месяцев, то окончательный размер доходности мог бы составить около 40% годовых.

**Ситуация 2.** В ноябре 1970 года компания *National Biscuit* выразила намерение приобрести контроль над компанией *Aurora Plastics*, предложив 11 долл. за одну ее акцию. Акции продавались по цене около 8,5. В конце месяца цена закрытия составила 9, и акции продавались на таком уровне до конца этого года. В данном случае валовая доходность, которая могла составить 25%, была подвержена временному риску и риску того, что сделка не будет завершена.

**Ситуация 3.** Руководство компании *Universal-Marion*, которая прекратила свой бизнес, попросила своих акционеров одобрить это решение. Финансовый директор компании определил, что балансовая стоимость акций составляет 28,5 долл. за одну акцию, значительная часть которых находится в ликвидной форме. В конце 1970 года цена закрытия

акций составила 21,5 долл., что указывало на возможную доходность инвестора в размере свыше 30%, если руководство компании выручит при ее ликвидации полную балансовую стоимость.

Если такого рода операции, проводимые в рамках диверсифицированного портфеля акций с целью уменьшения риска, могут претендовать на возможную доходность в размере, допустим, 20% или выше, то ими, вне всякого сомнения, стоит заниматься. Поскольку эта книга не является пособием для тех, кто хочет научиться вести себя в "особых ситуациях", мы не собираемся детально обсуждать подобный бизнес.

Давайте рассмотрим два противоположных момента, характерных для недавнего прошлого. С одной стороны, количество сделок, из которых можно было бы выбирать, значительно увеличилось по сравнению, скажем, с ситуацией десятилетней давности. Подобный результат можно назвать манией корпоративной диверсификации своей деятельности с помощью различных типов приобретений. В 1970 году количество "объявлений о слиянии" составило 5000, снизившись с более чем 6000 в 1969 году. Общий оборот по таким сделкам достиг миллиардов долларов. Возможно, только небольшая часть из 5000 объявлений смогла предоставить инвестору, специализирующемуся на "особых ситуациях", возможности для приобретения акций, но эта часть все еще была достаточно значительной, чтобы обеспечить его работой по изучению и отбору акций.

Но существует и другая сторона медали: рост доли объявлений о слиянии, которые в дальнейшем не удалось осуществить. В таких случаях, конечно же, заявленной прибыли достичь не удастся. Она обычно выливается в более или менее серьезные убытки. Причины неудач многочисленны, включая использование антитрестовского законодательства, противодействие акционеров, изменения "условий рынка", неблагоприятные показатели, которые всплывают в процессе дальнейшего изучения, неспособность прийти к соглашению по отдельным моментам и др. Хитрость в этом случае, конечно же, состоит в том, чтобы научиться на основе опыта выявлять соглашения, которые имеют больше шансов на успех, а также те из них, убыток по которым будет наиболее низок в случае их провала<sup>[253]</sup>.

### **Дополнительный комментарий к приведенным примерам**

**Kaysen-Roth.** Когда руководство этой компании отвергло (в январе 1971 года) предложение *Borden*, данная глава уже была нами написана. Если бы

сделка сорвалась сразу же, то общие убытки с учетом комиссионных составили бы около 12% от затрат на покупку акций компании *Kayser-Roth*.

***Aurora Plastics***. Из-за плохого финансового положения компании в 1970 году были пересмотрены условия сделки, и цену акций в результате снизили до 10,5. В конце мая акции уже были куплены. Фактическая среднегодовая доходность составила около 25%.

***Universal Marion***. Резкое падения курса акций компании до 13 вызвала сомнение в окончательных результатах ликвидации ее бизнеса

Можно предположить, что эти три примера в целом четко отражали возможности для осуществления арбитражных операций в 1971 году. Конечно, они непривлекательны при случайном выборе. В этот период арбитражные операции стали сферой деятельности для профессионалов с необходимым опытом и рассудительностью.

Интерес представляло дальнейшее развитие событий в деятельности компании *Kayser-Roth*. В конце 1971 года цена акций упала до 20, в то время как компания *Borden* продавала свои акции по цене 25, что соответствовало 33 для *Kayser-Roth* согласно условиям предложения об осуществлении обмена. Подобная ситуация свидетельствует о том, что либо руководство компании допустило огромную ошибку, отказавшись от такой возможности, либо акции компании *Kayser-Roth* были сильно недооценены на фондовом рынке. Это интересный вопрос для финансового аналитика.

## 16. Конвертируемые ценные бумаги и варранты

В последние годы компании основное внимание при финансировании своего бизнеса за счет т.н. "старших" бумаг уделяют выпуску конвертируемых облигаций и привилегированных акций. Параллельно с этим мы можем наблюдать и все большее количество эмиссий *варрантов* — долгосрочных прав на покупку акций по заранее обусловленным ценам.

Приведем некоторые цифры, характеризующие современное положение дел в этой области. Более половины привилегированных акций, сведения о которых содержатся сегодня в *Standard Poor's Stock Guide*, имеют конверсионную привилегию. Но и большая часть корпоративных облигаций, выпущенных на протяжении 1968-1970 годов, также были конвертируемыми. На Американской фондовой бирже проводится торговля, по крайней мере, 60 разными сериями варрантов. В 1970 году впервые в истории на Нью-йоркской фондовой бирже в ее листинге появились долгосрочные варранты, дающие право на приобретение 31,4 миллиона акций компании *American Tel. Tel.* по цене 52 долл. за штуку. И сейчас *Матушка Белл* (*Mother Bell* — шутовое название компании *American Tel. Tel.* — *Примеч. ред.*) возглавляет постоянно расширяющийся список эмитентов варрантов, "выпекающих" их как горячие пирожки<sup>[254]</sup>.

Поскольку конвертируемые ценные бумаги имеют более высокий рейтинг, чем варранты, мы сначала проанализируем именно их. С точки зрения инвестора, стоит рассмотреть два важных аспекта. Во-первых, как их можно проранжировать с позиции инвестиционных возможностей и рисков? Во-вторых, как их выпуск влияет на стоимость соответствующих обыкновенных акций?

Конвертируемые ценные бумаги считаются привлекательными как для инвестора, так и для корпорации, которая их выпускает. Инвестор не только получает наивысшую степень защиты своего капитала (облигаций или привилегированных акций), но еще и возможность извлечь выгоду из любого существенного роста курсов обыкновенных акций. Компания, которая выпускает конвертируемые ценные бумаги, может привлечь капитал по сравнительно умеренной цене (в виде которой выступают проценты по облигациям и дивиденды по привилегированным акциям), и

если ее ожидаемое процветание действительно состоится, то она избавится от облигаций, обменяв их на обыкновенные акции. Таким образом, обе стороны останутся в выигрыше.

Совершенно очевидно, что тезисы, содержащиеся в предыдущем абзаце, выглядят несколько противоречиво, поскольку сложно представить себе такой финансовый инструмент, который был бы выгоден одновременно обеим сторонам — и эмитенту, и инвестору. В обмен на получаемую им привилегию конверсии инвестор обычно жертвует чем-то важным — уровнем качества, или уровнем доходности, или обоими сразу [255]. И наоборот, если компания привлекает деньги по более низкой цене в связи с наличием конверсионных характеристик, то она снижает удельный размер прибыли, который будет приходиться в будущем на одну акцию. (Дело в том, что при реализации права конверсии количество акций в обращении растет, что снижает удельную доходность каждой акции. — *Примеч. ред.*). По этому поводу существует ряд хитроумных аргументов, которые подчеркивают все "за" и "против". Наиболее безопасный вывод, к которому можно прийти, состоит в том, что конвертируемые ценные бумаги подобны любым другим видам ценных бумаг. И в этом смысле сами по себе они не являются ни привлекательными, ни непривлекательными. Все будет зависеть от совокупности всех факторов, характеризующих ту или иную конвертируемую ценную бумагу [256].

Но все же мы знаем, что целая группа конвертируемых ценных бумаг, которые были выпущены на излете "бычьего" рынка, в целом обречены на неудовлетворительную доходность. (К этому моменту большинство операций по конверсионному финансированию, к сожалению, остались в прошлом.) Плохие результаты, обусловленные неудачным временем выпуска конвертируемых ценных бумаг, были неизбежны, поскольку большой спад на рынке акций неизменно приводил к снижению привлекательности конверсионных привилегий, а также ставил под сомнение безопасность соответствующих ценных бумаг [257].

Теперь рассмотрим пример из нашего первого издания о соответствующем поведении цен конвертируемых и обычных (неконвертируемых) привилегированных акций, выпущенных в 1946 году, последнем году "бычьего" рынка (табл. 16.1).

**Таблица 16.1. Курсовая динамика новых выпусков привилегированных акций, предложенных на рынке в 1946 году**

Изменение курса в июле	Обычные	Конвертируемые
------------------------	---------	----------------

1947 года по сравнению с моментом выпуска	привилегированные акции	привилегированные акции и акции с участием
	(штук)	
Не было спада	7	0
Спад (%) 0-10	16	2
10-20	11	6
20-40	3	22
40 или больше	0	12
	37	42
Спад в среднем (%)	=9	=30

За период с 1967 по 1970 год сравнить результаты сложно, поскольку в это время фактически не было новых эмиссий неконвертируемых акций. Но легко продемонстрировать, что в среднем спад курсов конвертируемых привилегированных акций с декабря 1967 по декабрь 1970 года был более высоким, чем по обыкновенным акциям в целом (цена которых упала только на 5%). Доходность конвертируемых облигаций также оказалась меньше, чем у обычных привилегированных акций (в период с декабря 1968 по декабрь 1970 года), как показано в табл. 16.2.

**Таблица 16.2. Курсовая динамика привилегированных акций, обыкновенных акций и warrants (декабрь 1970 года по сравнению с декабрем 1968 года, на основе случайных выборок в составе 20 акций из каждой группы)**

	Обычные привилегированные акции	с рейтингом А или выше	с рейтингом ниже А	Конвертируемые привилегированные акции	Котируемые обыкновенные акции	Котируемые warrants
Рост	2	0		1	2	1
Спад(%):						
0-10	3	3		3	4	0
10-20	14	10		2	1	0

20-40	1	5	5	6	1
40 или больше	0	0	9	7	18
Спад в среднем (%)	10	17	29	33	65

(Индекс SP 500 снизился на 11,3%)

Данные таблицы, казалось, свидетельствуют о том, что качество конвертируемых ценных бумаг, являющихся "старшими" ценными бумагами компании, плохое. При этом падение цен конвертируемых ценных бумаг было более сильным, чем спад на фондовом рынке в целом (за исключением периодов спекулятивного роста). Однако данные таблицы, конечно же, не применимы ко всем выпускам конвертируемых ценных бумаг. В 1968 и 1969 годах многие компании, обладающие сильными позициями на рынке, использовали конвертируемые ценные бумаги для того, чтобы сгладить последствия чрезмерно высоких процентных ставок, установившихся на рынке даже для первоклассных облигаций. Однако примечательно, что даже в нашей маленькой выборке из 20 конвертируемых привилегированных акций только в одном случае наблюдался рост цен, а в 14 отмечался значительный спад <sup>[258]</sup>.

Из проведенного нами анализа не следует, как это может показаться, что конвертируемые ценные бумаги по своей сути менее привлекательны для инвестора, чем неконвертируемые. Это не так. При условии равенства всех *прочих* обстоятельств можно говорить об их привлекательности.

Мы четко видим, что на практике *прочие* обстоятельства не равны, и наличие конверсионной привилегии часто — а возможно, и всегда — успешно компенсирует отсутствие изначальной инвестиционной привлекательности этих ценных бумаг.

Конечно, справедливо, что конвертируемые ценные бумаги считаются более безопасными, чем обыкновенные акции той же компании, т.е. менее рискованными для инвестора. Соответственно те, кто приобретают новые конвертируемые ценные бумаги вместо соответствующих обыкновенных акций, поступают вполне логично. Но в большинстве случаев начинать приобретать ценные бумаги с обыкновенных акций неразумно, и замещение их конвертируемыми привилегированными акциями существенно не улучшает общую картину. Кроме того, большинство операций по приобретению конвертируемых ценных бумаг осуществлялось



инвесторами, которые не были особо заинтересованы в покупке обыкновенных акций (т.е. эти инвесторы никогда бы и не подумали приобретать обыкновенные акции в такое время). С учетом текущего состояния фондового рынка они не смогли устоять перед искушением приобрести ценные бумаги, которые идеально объединяют прямые права на капитал компании с конверсионной привилегией. В ряде случаев эта комбинация работает хорошо, но, судя по данным статистики, все чаще приносит убытки.

У владельцев конвертируемых облигаций возникает проблема, с которой большинство из них не может справиться. Дело в том, что даже если динамика рынка позволяет получить прибыль, то возникает ряд сложных вопросов. Стоит ли продавать конвертируемые облигации уже при наличии небольшой прибыли или следует держать их, ожидая более высокого роста? Или же, если компания отзывает облигации — что часто случается при значительном росте курса обыкновенных акций, — должен ли инвестор продать их или конвертировать в обыкновенные акции и владеть ими дальше<sup>[259]</sup>?

Давайте рассмотрим конкретный пример. Итак, вы купили 6%-ную облигацию по номиналу 100, которую можно конвертировать в акции по цене 25 долл. за одну акцию, т.е. при соотношении 40 акций на каждую 1000 долл. облигаций. Допустим, что теперь курс акций повышается до 30 долл., что автоматически поднимает цену облигаций минимум до 120. Сейчас ее можно продать за 125. У вас есть выбор: продолжать удерживать облигацию или продать ее. Если вы выбираете первый вариант в надежде на дальнейший рост курса, то занимаете позицию обычного акционера, поскольку если курс акций снизится, рыночная цена вашей облигации тоже автоматически снизится. Консервативный инвестор, скорее всего, согласится с тем, что при цене выше 125 его позиция становится слишком спекулятивной, и потому он продаст часть своих облигаций с доходностью 25%.

И чем больше, тем лучше. Но давайте попытаемся проследить за тем, что будет дальше. Во многих случаях, если инвестор продает облигации по цене 125 и при этом курс обыкновенных акций продолжает расти, что автоматически приводит к росту конвертируемой облигации, то он начинает сожалеть о том, что продал облигацию слишком рано. В следующий раз он решает придержать облигации до 150 или даже до 200. Курс поднимается до 140, но он не продает. А дальше начинается спад на рынке, и рыночная стоимость его облигации снижается до 80. И опять он сделал что-то не то.

Помимо психологических страданий вследствие подобных решений — а они практически неизбежны, — существует еще одна трудность для проведения операций с конвертируемыми облигациями, связанная с расчетом уровня их доходности. Инвестор может исходить из того, что строгое и последовательное соблюдение политики продаж конвертируемых облигаций при наличии 25 или 30%-ной доходности будет оправдывать себя во многих случаях. Таким образом, мы получим верхнюю границу доходности, которая, однако, будет достигнута, только если курс облигации вырастет до прогнозируемых высоких значений. Но если (что часто бывает на практике) конвертируемые облигации не обеспечены сильными обыкновенными акциями и, к тому же, приобретаются на последних стадиях "бычьего" рынка, то большей их части не удастся вырасти в цене до 125 долл. При этом также следует учесть, что им не удастся избежать потерь рыночной стоимости при спаде на фондовом рынке. А потому чудесная возможность конвертируемости на практике весьма иллюзорна. Опыт показывает, что на рынке конвертируемых облигаций в равной степени одинаково наблюдаются и убытки (как минимум временного характера), и выгоды такого же масштаба.

Из-за чрезвычайно продолжительного "бычьего" рынка в период с 1950 по 1968 год конвертируемые ценные бумаги на протяжении 18 лет в целом показывали хорошую доходность. Но это свидетельствует только о том, что курсы большинства обыкновенных акций значительно выросли, что, в свою очередь, благоприятно отразилось и на большинстве конвертируемых ценных бумаг, выгода от инвестирования в которые лучше всего может быть доказана только их состоянием в период спада на фондовом рынке. В целом, их доходность в подобные периоды приносит инвестору разочарование<sup>[260]</sup>.

В нашем первом издании (1949 года) мы рассмотрели эту особую проблему на конкретном примере с конвертируемыми облигациями в случае роста их рыночной стоимости. Мы считаем, что этот пример все еще актуален и сегодня. Как и некоторые другие, он основан на наших собственных инвестиционных операциях. Мы были в числе "избранных", представленных в основном инвестиционными фондами, которые участвовали в размещении частного выпуска конвертируемых облигаций компании *Eversharp Co.* с доходностью 4,5% по номинальной стоимости, и конвертируемых в обыкновенные акции по цене 40 долл. за одну акцию. Рыночная стоимость акции стремительно выросла до 65,5, а затем (после дробления с коэффициентом 3:2) — до эквивалентных 88 долл. В дальнейшем рост цен акций привел к росту стоимости конвертируемых

облигаций до 220 долл. На протяжении этого периода два выпуска облигаций были отозваны с рынка с небольшой конверсионной премией, поскольку практически все они были конвертированы в обыкновенные акции инвесторами (инвестиционными фондами), которые уже владели выпущенными ранее акциями. Дальше начался быстрый обвал курса акций, и в марте 1948 года цена одной акции составила всего 7,375 долл. Таким образом, рыночная стоимость облигации была равна только 27 долл., или потеряла 75% своей изначальной стоимости. Сравните с уровнем доходности свыше 100%, достигнутым немного ранее.

Ключевой момент в этой истории состоит в том, что лишь некоторые из первоначальных покупателей облигаций конвертировали их в акции и владели ими во время большого спада. Это стало основой для создания одного из афоризмов Уолл-стрит: "Никогда не конвертируй конвертируемые облигации". Почему возник такой совет? Потому, что при конвертировании вы теряете свою стратегическую комбинацию права на получение процентов и возможности достичь привлекательного уровня доходности. Вы, скорее всего, превращаетесь из инвестора в спекулянта, и довольно часто в совершенно неподходящее время (поскольку рост курса акций уже был отмечен в прошлом). Если афоризм "Никогда не конвертируй конвертируемые облигации" — хорошее правило, как же так случилось, что столь опытные управляющие инвестиционных фондов обменяли облигации компании на акции *Eversharp*, тем самым обрекая себя на дальнейшие убытки? Вне всякого сомнения, ответ состоит в том, что они позволили себе увлечься как прогнозами компании, так и "выгодной рыночной позицией" акций. На Уолл-стрит существует много разумных советов. Проблема состоит в том, что о них забывают именно тогда, когда они больше всего нужны<sup>[261]</sup>. Подтверждением этому может служить еще одно известное изречение: "Делай, как я говорю, а не как я делаю".

В целом, наше отношение к новым выпускам конвертируемых облигаций таково: мы не доверяем им. Под этим мы подразумеваем, что и в других похожих ситуациях инвестор должен "семь раз отмерить, а раз отрезать", прежде чем принимать решение об их приобретении. После такого детального и внимательного анализа ситуации он может найти какие-то исключительные предложения, от которых не стоило бы отказываться. Идеальным же вариантом для инвестора, конечно же, будет хорошо защищенный выпуск конвертируемых облигаций (что само по себе привлекательно), цена которых лишь незначительно превышает текущую рыночную котировку. Время от времени появляются новые предложения конвертируемых облигаций, отвечающих таким требованиям. Исходя из

природы фондовых рынков, такие облигации вы, скорее всего, найдете среди их более старых выпусков, чем среди новых. (Если новый выпуск конвертируемых облигаций достаточно силен, то он, очевидно, не будет обладать привлекательной конверсионной привилегией.)

Хороший пример того, с какими проблемами связаны выпуск и владение стандартными конвертируемыми облигациями, нам предоставляет практика их эмиссии компанией *American Telegraph*. С 1913 по 1957 год компания эмитировала как минимум девять отдельных выпусков конвертируемых облигаций, большинство из которых продавалось по подписке. Конвертируемые облигации давали компании одно важное преимущество — возможность предложить ценные бумаги более широкому классу покупателей, чем в случае выпуска акций. Дело в том, что облигации пользуются популярностью среди многих финансовых организаций, часть из которых обладает огромными ресурсами, но которые, однако, нельзя использовать для приобретения акций. Процентная доходность облигаций в целом была на половину меньше соответствующей дивидендной доходности акций. Этот фактор предполагал снижение спроса на облигации. Поскольку компания выплачивала дивиденды на уровне 9 долл. на протяжении 40 лет (с 1919 года и до дробления акций в 1959 году), результатом стала окончательная конверсия практически всех конвертируемых облигаций в обыкновенные акции. Это свидетельствует о том, что покупатели этих конвертируемых облигаций получали выгоды на протяжении многих лет — но не в таких размерах, какие были бы им доступны в случае изначального владения акциями компании. Этот пример отражает только положение компании *American Telephone Telegraph*, но отнюдь не внутреннюю привлекательность конвертируемых облигаций. Чтобы доказать их выгодность на практике, необходимо рассмотреть примеры, которые характеризовали бы ряд случаев достаточно хорошей доходности конвертируемых облигаций даже при относительной невыгодности обыкновенных акций. Такие примеры найти весьма непросто [262]

### ***Влияние конвертируемых облигаций на статус обыкновенных акций***

Во многих случаях эмиссия конвертируемых облигаций была связана с операциями по слиянию или приобретению компаний. Наверное, наиболее

знаменитым примером такой финансовой операции был выпуск 5%-ных облигаций корпорацией NVF на сумму примерно 100 млн. долл. (плюс варранты) в обмен на большинство обыкновенных акций компании *Sharon Steel*. Эта необычная сделка рассматривается более подробно в следующей главе. В результате такого рода операций в формальных (pro forma) финансовых отчетах компании обычно растет значение показателя чистой прибыли в расчете на обычную акцию (EPS). Одним из факторов роста EPS выступает то, что менеджмент компании подтверждает свою работоспособность, предприимчивость и способность зарабатывать больше денег для своих акционеров<sup>[263]</sup>.

Но есть два противодействующих фактора. Первый игнорируется участниками рынка практически всегда, а второй — при наличии оптимистических настроений на фондовых рынках. Первый связан с тем, что при выпуске новых конвертируемых ценных бумаг в связи с "разбавлением" имеющихся акций происходит фактическое снижение удельных значений текущей и будущей доходности обыкновенных акций. Для определения нового, "разбавленного", значения EPS необходимо скорректировать ее удельное значение с учетом того факта, что владельцы всех выпущенных конвертируемых ценных бумаг воспользовались своим правом на конверсию. В большинстве компаний сокращение показателей EPS незначительно. Но существует много исключений из этого правила, а также опасность того, что их количество вырастет до неприемлемо высокого уровня. Особенно широко практику выпуска конвертируемых ценных бумаг использовали быстро расширяющиеся "конгломераты". В табл. 16.3 мы приводим показатели семи компаний, которые эмитировали большие объемы акций, выпущенных на условиях конверсии или при использовании варрантов<sup>[264]</sup>.

### **Смена предпочтений: от обыкновенных к привилегированным акциям**

В течение *нескольких десятилетий* (до середины 1950-х годов) обыкновенные акции приносили инвестору большую доходность, чем привилегированные акции, выпущенные теми же компаниями. Это было верно в том случае, если конверсионная привилегия привилегированных акций реализовывалась на условиях, близких к сложившимся на рынке.

Сейчас же справедливо противоположное положение вещей. На сегодня существует значительное количество конвертируемых привилегированных акций, которые, несомненно, более привлекательны, чем соответствующие обыкновенные акции. Владельцы последних, которым нечего терять, кроме "цепей" непостоянной доходности, могут воспользоваться возможностью заработать дополнительную прибыль, переведя свои средства в "старшие" ценные бумаги.

**Таблица 16.3. Компании с большими объемами конвертируемых ценных бумаг и варрантов (тыс. шт.)**

**Дополнительно выпущенные обыкновенные акции по условиям конверсии**

	обыкновенные акции (шт.)	облигации (шт.)	привилегированные акции (шт.)	варранты (шт.)	Общая дополн обыкн акций
<i>Avco Corp.</i>	11470	1750	10,436	3085	15271
<i>Gulf Westrn Inc.</i>	14964	9671	5632	6951	22260
<i>International Tel. Tel.</i>	67393	190	48115		48305
<i>Ling- Temco - Vought</i>	4410 (a)	1180	685	7564	9429
<i>National General</i>	4910	4530		12170	16700
<i>Northwest Industries</i> <sup>[265]</sup>	7433		11467	1513	12980
<i>Rapid American</i>	3591	426	1503	8000	9929

**Пример.** В качестве типичного примера рассмотрим положение корпорации *Studebaker-Worthington* в конце 1970 года. Обыкновенные акции продавались по цене 57 долл., в то время как конвертируемые привилегированные акции с дивидендами в 5 долл. выросли до 87,5 долл. Каждая привилегированная акция обменивалась на полторы обыкновенные акции. Это означает, что ее цена должна была равняться 85,5 долл.

Для покупателя привилегированных акций эта разница слишком

незначительна. Однако следует учитывать, что по обыкновенным акциям выплачиваются дивиденды в размере 1,2 долл. на одну акцию (или 1,8 долл. на полторы акции), а по привилегированным — 5 долл. Поэтому изначально неблагоприятная разница в цене меньше чем за год сможет сойти на нет за счет выплаты более высоких дивидендов. Но наиболее важным доводом для покупки конвертируемых привилегированных акций как "старших" ценных бумаг, конечно же, будет более сильная позиция, которую займет их владелец в результате такого обмена. Мы видим, что при *низком* ценовом уровне фондового рынка в 1968 и 1970 годах привилегированные акции компании продавались на 15 пунктов дороже, чем полторы обыкновенные акции. Конверсионное преимущество привилегированных акций гарантировало, что они никогда не будут продаваться дешевле обыкновенных акций [\[266\]](#).

## *Варранты*

Давайте не будем лукавить и выскажем прямо наше отношение к варрантам. Мы считаем, что такой финансовый инструмент, как варранты, несет рынку неправду, а операции с ними представляют угрозу для его участников. С их помощью буквально "из воздуха" на рынке создавался огромный объем виртуального капитала. Их существование наносит огромный вред тем, что вводит в заблуждение спекулянтов и инвесторов. Операции с варрантами должны быть запрещены законом или, если разрешены, то только для небольшого увеличения капитала компании [\[267\]](#).

В качестве аналогии как в целом в истории, так и в литературе мы советуем читателям вспомнить фрагмент поэмы "Фауст" (часть 2), в которой Гёте описывает возникновение бумажных денег. Как зловещий прецедент в истории Уолл-стрит, мы можем упомянуть варранты компании *American Foreign Power*, стоимость которых по котировкам 1929 года превысила 1 млрд. долл., несмотря на то, что они указывались только в примечаниях к балансу компании. В 1932 году эта цифра сократилась до 8 млн., и в 1952 году варранты просто исчезли в процессе рекапитализации компании, хотя сама фирма осталась платежеспособной.

Изначально варранты представляли собой прикрепляемые к облигациям письменные документы, дающие право на частичную

конверсию облигаций в акции компании. Объемы операций с варрантами были незначительными и поэтому не представляли какой-либо серьезной угрозы. Использование варрантов существенно расширилось в конце 1920-х годов, но затем они исчезли из поля зрения на долгие годы. Однако подобно "плохим деньгам" они появились вновь и с 1967 года стали популярными "финансовыми инструментами". Участники рынка разработали стандартные методы использования варрантов для привлечения капитала в ходе создания новых компаний по операциям с недвижимостью, присоединения больших банков. Для этого выпускались обыкновенные акции вместе с варрантами, дающими право на приобретение дополнительного количества акций по той же цене.

**Пример.** В 1971 году компания *CleveTrust Realty Investors* продала 2,5 миллиона таких комбинированных финансовых инструментов (акции плюс варранты) по цене 20 долл. за штуку.

Давайте представим на мгновение, что на самом деле означала такая финансовая схема. Как правило, владельцы обыкновенных акций имеют право первенства при покупке дополнительного их количества, когда руководство компании приходит к необходимости увеличить капитал таким способом. Это так называемое "приоритетное право", наряду с правом получать дивиденды, выгоду от роста стоимости акций компании и иметь право голоса при выборе руководства, — один из элементов ценности, которую представляют обыкновенные акции для их владельцев. Если же для привлечения дополнительного капитала варранты эмитируются отдельно, без акций, тогда часть внутренней стоимости обыкновенных акций переходит к самостоятельно выпущенным сертификатам-варрантам. Аналогичного эффекта можно добиться, выпустив отдельные сертификаты с правом получать дивиденды (на протяжении ограниченного или неограниченного периода времени), либо с правом на участие в процедуре продажи или ликвидации предприятия, либо с правом голоса в компании.

Почему же участники рынка стали рассматривать эти варранты в качестве элемента капитала компании? Просто потому, что люди не обладают достаточным опытом в области финансов. Они не понимают, что обыкновенные акции теряют в стоимости после выпуска варрантов. Поэтому комбинация ("пакет") акций и варрантов обычно стоит на фондовом рынке больше, чем варранты сами по себе. Обратите внимание на то, что, как правило, данные о прибыли на одну акцию (EPS) рассчитываются (или рассчитывались) без учета влияния выпуска варрантов. В результате участники рынка получали искаженную информацию о взаимосвязи между прибылью компании и ее рыночной



капитализацией<sup>[268]</sup>.

Наиболее простой и, скорее всего, наиболее удачный метод учета влияния варрантов состоит в том, чтобы добавить эквивалент их рыночной стоимости к стоимости капитализации обыкновенных акций, увеличив таким образом "действительную" рыночную цену акции. В тех случаях, когда варранты выпускаются на рынок вместе со "старшими" ценными бумагами, принято считать, что новые акции будут использованы для вывода с фондового рынка соответствующих облигаций и привилегированных акций. Этот метод отличается от принятого в компаниях метода учета "премиальной стоимости" варранта, превышающей цену его исполнения. В табл. 16.4 сравниваются два метода для подсчета EPS корпорации *National General* за 1970 год.

Получает ли сама компания выгоду от выпуска варрантов, т.е. гарантируют ли они каким-то образом в случае необходимости получение дополнительного капитала? Вовсе нет. Как правило, не существует способа, который позволил бы компании как-то повлиять на владельцев варрантов и гарантировать выполнение ими предписанных обязательств и таким образом привлечь новый капитал в компанию до истечения срока действия варрантов. Между тем, если компания желает увеличить капитал за счет дополнительного выпуска обыкновенных акций, она должна предложить их своим акционерам обычным путем, т.е. с учетом сложившегося на фондовом рынке уровня цен. Варранты в таких операциях бесполезны. Они еще больше усложняют ситуацию, поскольку требуют частого пересмотра стоимости подписки. Еще раз подчеркиваем, что огромные выпуски варрантов не преследуют никакой иной цели, кроме установления нереальных цен на фондовом рынке.

**Таблица 16.4. Расчет "действительной" рыночной цены акции и значений коэффициента EPS в случае большой эмиссии варрантов (на примере корпорации *National General*, июнь 1971 года)**

<b>Рыночная цена трех выпусков варрантов, 30 июня 1971 года (млн.долл.)</b>	<b>94</b>
<b>Стоимость варрантов в расчете на одну обыкновенную) акцию (долл.)</b>	<b>18,80</b>
<b>Цена отдельной обыкновенной акции (долл.)</b>	<b>24,50</b>
<b>Скорректированная цена обыкновенной акции с учетом варрантов (долл.)</b>	<b>43,30</b>

## Расчет коэффициента EPS с учетом "разбавления" акций

(Прибыль 1970 года)	Коэффициент EPS без учета выпущенных варрантов	Коэффициент EPS с учетом выпущенных варрантов	
		Расчет компании	Наш расчет
<b>А. До вычета специальных издержек</b>			
Значение коэффициента EPS (долл.)	2,33	1,60	2,33
Цена обыкновенной акции (долл.)	24,50	24,50	43,30 (с учетом варрантов)
Коэффициент P/E	10,5	15,3	18,5
<b>Б. После вычета специальных издержек</b>			
Значение коэффициента EPS (долл.)	0,90	1,33	0,90
Цена обыкновенной акции (долл.)	24,50	24,50	43,30 (с учетом варрантов)
Коэффициент P/E	27,20	18,4	48,1

*Обратите внимание на то, что после вычета специальных издержек по расчетам компании выпуск варрантов увеличивает значение EPS и снижает значение коэффициента P/E. Это очевидный абсурд. В соответствии с нашим методом, выпуск варрантов приведет к значительному увеличению коэффициента P/E, как это и должно быть.*

Бумажными деньгами, о которых Гёте писал в своем "Фаусте", были пресловутые французские купюры, которые приветствовались как чудесное новшество и были, разумеется, предназначены для того, чтобы потерять всю свою стоимость — как в случае с миллиардными потерями стоимости варрантов компанией *American Foreign Power*<sup>[269]</sup>. Некоторые из замечаний поэта можно применить в равной степени к тому или иному новшеству.

Фауст:

— Воображенья мощный взлет велик И проявление его сильно.  
Но воспрятья мир при этом многолик, И все понять — не каждому дано.

Мефистофель (изобретатель):

— О мелочи не беспокойся — наш брокер тут как тут.

Дурак (в конечном счете): Удивительная бумага..!

### Послесловие: практический взгляд

"Преступление" варрантов состоит в том, что они "появились на свет" [270]. После рождения они выполняют свои функции так же, как и другие виды ценных бумаг, предоставляя участникам рынка возможность как получить прибыль, так и понести убытки. Практически все новые варранты действуют на протяжении ограниченного периода времени — чаще всего от пяти до десяти лет. Более старые варранты часто были вечными, и история их цен поистине удивительна.

**Пример.** Согласно архивным данным, варранты корпорации *Tri-Continental*, выпущенные в 1929 году, продавались в годы Великой депрессии по цене 1/32 долл. за штуку. Со столь низкой позиции их цена увеличилась до магических 75,25 в 1969 году, астрономический рост составил 242 000% (варранты в то время продавались по более высокой, чем сами акции, цене. Подобные вещи случаются на Уолл-стрит в результате технических приемов, таких как дробление акций). В качестве следующего примера можно рассмотреть варранты компании *Ling-Temco-Vought*, которые в первой половине 1971 года выросли с 2,5 до 12,5, а затем опять упали до 4.

Вне всякого сомнения, с помощью варрантов можно воплощать в жизнь весьма изобретательные финансовые схемы, но мы не будем здесь рассматривать их детали. Стоит отметить, что существует тенденция к продаже варрантов по более высокой цене, чем соответствующих финансовых инструментов, связанных с конверсионными привилегиями облигаций или привилегированных акций. А потому существует веский аргумент в пользу продажи облигаций вместе с варрантами, в противовес эмиссии конвертируемых облигаций, эквивалентных по своему "разводняющему" фактору. Если в целом объем варрантов относительно мал, не стоит принимать слишком серьезно его

теоретические аспекты. Если выпуск варранта относительно большой по сравнению с соответствующей эмиссией акций, то это, скорее всего, свидетельствует об очень серьезной капитализации компании. Ей следует продать дополнительное количество обычных акций. Потому основной целью нашей атаки на варранты как на финансовый механизм является не отрицание их использования вместе с выпусками облигаций умеренного объема, а предостережение против создания огромных объемов своего рода "бумажных денег".

## 17. Четыре чрезвычайно поучительных примера

Слово "чрезвычайно" в названии главы несет не совсем тот смысл, который в него обычно вкладывается, поскольку в истории Уолл-стрит разного рода чрезвычайных событий было великое множество. В них содержатся инструкции и строгие предостережения для каждого, кто серьезно связан с миром акций и облигаций, — не только для обычных инвесторов и спекулянтов, но и для профессионалов, финансовых аналитиков, управляющих инвестиционных фондов, управляющих доверительными счетами и даже для банкиров, которые предоставляют кредиты корпорациям. На примере четырех компаний мы рассмотрим разные экстремальные ситуации.

***Penn Central (Railroad) Co.*** Один из чрезвычайных примеров пренебрежения элементарными предупредительными сигналами финансовой слабости всеми владельцами облигаций или акций этой компании. Безумно высокие рыночные цены акций гигантской компании с крайне неустойчивым финансовым положением.

***Ling-Temco-Vought Inc.*** Яркий пример быстрого и неразумного "построения империи", конечный коллапс которой фактически гарантирован. Бизнес был спасен за счет практически неограниченного банковского кредитования.

***NVF Corp.*** Необычный пример корпоративного приобретения, в процессе которого небольшая компания поглотила другую, в семь раз более крупную по размеру, что привело к возникновению огромной задолженности и демонстрации бухгалтерами потрясающего "мастерства".

***AAA Enterprises.*** Исключительный пример выпуска акций небольшой компанией. Стоимость компании основывалась на магическом слове "франчайзинг", а также на участии в ее создании ведущих брокерских компаний. Банкротство последовало через два года после выпуска акций и роста их первоначальной цены в два раза на обезумевшем фондовом рынке.

### ***Penn Central Co.***

Это самая большая железная дорога в стране по объему активов и

валовой выручке. Ее банкротство в 1970 году шокировало финансовый мир. Компания объявила о дефолте большинства выпусков своих облигаций и существовала опасность полного прекращения ее деятельности. Курс акций компании сильно упал. Так, цена обыкновенных акций снизилась с высокого уровня 86,5 в 1968 году до 5,5 в 1970 году. (Вряд ли можно сомневаться в дальнейшем падении их курса в процессе реорганизации компании.)<sup>[271]</sup>

Мы убеждены в том, что использование самых простых правил анализа ценных бумаг и самых простых стандартов разумного инвестирования помогло бы выявить фундаментальную слабость финансового положения *Penn Central* задолго до ее банкротства. Вполне очевидно, что инвесторы могли прозреть уже в 1968 году, когда курс ее акций достиг наивысшего после 1929 года значения и большинство выпусков ее облигаций могли быть обменены на равных условиях на хорошо защищенные облигации коммунальных компаний с таким же уровнем доходности.

Рассмотрим по порядку этапы нашего анализа.

1. Из справочника *S P Bond Guide* видно, что доналоговая прибыль компании превышала ее процентные выплаты в 1,91 раза в 1967 и в 1,98 раза в 1968 году. В нашей книге *Security Analysis* мы установили, что минимальное значение коэффициента покрытия для облигаций железнодорожных компаний должно равняться 5 (для валовой (доналоговой) прибыли) и 2,9 (для чистой прибыли при условии регулярной уплаты налогов на прибыль). Насколько нам известно, обоснованность этих стандартов никогда не подвергалась сомнению кем-либо из специалистов в области инвестиционного бизнеса. Если исходить из наших требований относительно уровня достаточности *чистой прибыли* для выплаты процентов, то финансовое состояние компании *Penn Central* лишь немного не дотягивает до уровня, когда его можно считать безопасным. Однако наши требования к посленалоговому уровню коэффициента покрытия опираются на его доналоговое значение, равное 5. При этом мы предполагаем, что компания не только выплачивает проценты держателям облигаций, но и регулярно уплачивает налог на прибыль. В случае с *Penn Central* налоги на прибыль не платились на протяжении последних 11 лет! Поскольку доналоговый коэффициент покрытия процентов был меньше 2, мы считаем, что финансовое положение компании абсолютно не отвечает требованиям консервативного инвестора к этому показателю — не менее 5.

2. Тот факт, что компания не платила налоги на прибыль на

протяжении столь длительного периода времени, должен вызвать серьезные вопросы относительно обоснованности размеров прибыли, указываемой в отчетности компании.

3. Облигации *Penn Central* могли быть спокойно, без уступок в цене или доходности, заменены в 1968 и 1969 годах на ценные бумаги с более высоким уровнем защиты. Например, в 1969 году цена облигаций компании *Pennsylvania RR* (одного из подразделений *Penn Central*) с процентным купоном  $4\frac{1}{2}$  и со сроком погашения в 1994 году колебалась в диапазоне от 61 до  $74\frac{1}{2}$ . В то же время курс облигаций компании *Pennsylvania Electric* с процентным купоном  $4\frac{3}{8}$  и со сроком погашения в 1994 году колебался в диапазоне от  $64\frac{1}{4}$  до  $72\frac{1}{4}$ . При этом прибыль коммунальных компаний до уплаты налогов в 1968 году была в 4,2 раза больше процентных платежей. Сравним со значением этого коэффициента — 1,98 — у *Perm Central*. На протяжении 1969 года сопоставимые показатели этих компаний стали еще хуже. Обмен такого рода был бы спасением для держателей облигаций *Penn Central*. (В конце 1970 года по железнодорожным облигациям с  $4\frac{1}{4}$  процентного купона был объявлен дефолт. Их цена составляла лишь 18,5, в то время как цена коммунальных облигаций с купонной ставкой  $4\frac{3}{8}$  — 66,5.)

4. Компания *Penn Central* объявила о том, что в 1968 году она получила 3,8 долл. прибыли на одну акцию. Наивысшая цена акций в этом году (86,5) в 24 раза превышала ее прибыль. Но любой финансовый аналитик, который недаром ест свой хлеб, засомневался бы по поводу того, насколько реальной может быть такая прибыль, если учесть, что компания не платит налог на прибыль.

5. В 1966 году новая объединенная компания<sup>[272]</sup> заявила о "прибыли" в размере 6,8 долл. на одну акцию — в результате этого курс обыкновенных акций в дальнейшем достиг такого высокого значения в 86,5. Подобная оценка акций рынком означала, что капитализация компании составила 2 млрд. долл. Сколько покупателей в то время знали, что столь привлекательная доходность была рассчитана до вычета специальных издержек в размере 275 млн. долл., или 12 долл. на одну акцию, которые были заявлены в 1971 году как "издержки и потери", связанные со слиянием. О, удивительная волшебная страна Уолл-стрит, где компания, с одной стороны, может заявлять о "прибылях" из расчета 6,8 долл. на одну акцию, а с другой, об "издержках и убытках" в размере 12 долл., и при этом владельцы акций и спекулянты с ликованием потирают руки<sup>[273]</sup>!

6. Финансовые аналитики, специализирующиеся на изучении бизнеса железнодорожных компаний, уже давно обратили внимание на ее неэффективность по сравнению с положением дел в других, более прибыльных железнодорожных компаниях. Например, в 1968 году ее транспортный коэффициент составлял 47,5% по сравнению с 35,2% у соседней компании *Norfolk Western*<sup>[274]</sup>.

7. Вместе с этим наблюдались довольно странные сделки с весьма интересными бухгалтерскими результатами<sup>[275]</sup>. Детали, слишком сложные для рассмотрения в этой части главы, более подробно представлены в Комментариях.

**Выводы.** Сложно утверждать, удалось бы более эффективному руководству уберечь компанию *Penn Central* от банкротства или нет. Но, вне всякого сомнения, ни облигации, ни акции *Penn Central* после 1968 года не должны были рассматриваться в качестве объектов для инвестирования компетентными финансовыми аналитиками, управляющими инвестиционных фондов, руководителями трастовых отделов банков или инвестиционными консультантами.

**Мораль.** Финансовые аналитики должны сначала элементарно изучить положение дел в компании и позиции ее ценных бумаг на рынке, прежде чем приступить к анализу трендов фондового рынка, вглядываться в грани своего "магического кристалла" и проводить сложные математические расчеты<sup>[276]</sup>.

### ***Ling-Temco-Vought Inc.***

Сейчас мы с вами познакомимся с историей головокружительного роста компании и ее задолженности, результатом чего стали колоссальные убытки и масса других проблем. Как обычно случается в таких ситуациях, и к созданию великой империи, и к ее страшному краху оказался причастен "юный гений". Но к этому позору "приложили руку" и другие<sup>[277]</sup>.

Картина роста и падения корпорации *Ling-Temco-Vought (LTV)* хорошо видна из анализа ее деятельности за пять отдельно взятых лет на протяжении 1958-1970 годов. Этот анализ представлен в табл. 17.1.

**Таблица 17.1. Анализ деятельности *Ling-Temco-Vought Inc.* за 1958-1970 годы**

	1958	1960	1967	1969	1970
--	------	------	------	------	------

#### **А. Производственные результаты**



Продажи (млн. долл.)	6,9	143,0	1833,0	3750,0	374,0
Чистая прибыль до уплаты налогов и процентов (млн. долл.)	0,552	7,287	95,6	124,4	88,0
Процентные платежи (млн. долл.)	0,1	1,5	17,7	122,6	128,3
(Коэффициент покрытия процентов)		(оценка)	(оценка)		
	5,5	4,8	5,4	1,02	0,68
Налог на прибыль (млн. долл.)	0,225	2,686	35,6	кр. 15,2	4,9
Специальные статьи (млн. долл.)				дб. 40,6	дб. 18,8
Чистая прибыль после вычета специальных статей (млн. долл.)	0,227	3,051	34,0	дб. 38,3	дб. 69,6
Балансовая прибыль для распределения среди акционеров (млн. долл.)	0,202	3,051	30,7	дб. 40,8	дб.71,3
Прибыль в расчете на одну обыкновенную акцию (EPS)	0,17	0,83	5,56	уб. 10,59	уб. 17,18
<b>Б. Финансовое состояние</b>					
Общая сумма активов	6,4	94,5	845,0	2944,0	2582,0
Краткосрочная задолженность (до одного года)	1,5	29,3	165,0	389,3	301,3
Долгосрочная задолженность	0,5	14,6	202,6	1500,8	1394,6
Акционерный капитал	2,7	28,5	245,06	уб. 12,0а	уб. 69,0а
<b>Коэффициенты</b>					
текущие активы / текущие обязательства	1,27	1,45	1,80	1,52	1,45
капитал / долгосрочный долг	5,4	2,0	1,2	0,17	0,13
Диапазон рыночных цен акций		28-20	169,5- 109	97,75- 24,125	29,5- 7,12

За исключением уменьшения задолженности за счет активов и вычета привилегированных акций по цене погашения. Сокращения: кр. — кредит; дб. — дебит; уб. — убыток.

В первой колонке таблицы приведена информация о скромном старте

компании в 1958 году, когда продажи составили только 7 млн. долл. Во второй колонке — данные за 1960 год. Здесь мы видим, что компания всего за два года выросла в 20 раз, но все еще была небольшой. Дальше идут лучшие ее годы (до 1967 и 1968), когда продажи опять выросли в 20 раз — до 2,8 млрд. долл., задолженность при этом увеличилась с 44 млн. до внушающих страх 1653 млн. долл. В 1969 году состоялись новые приобретения компании, задолженность опять увеличилась (уже до 1865 млн. долл.!), и, естественно, начались серьезные проблемы. В этом году был заявлен большой убыток после вычета чрезвычайных издержек; цена акций снизилась с высокого уровня 169,5 в 1967 году до 24. "Юный гений" был смещен с поста главы компании. Компания заявила о чистых убытках в размере 70 млн. долл. Цена акций упала до 7,125, и наибольший выпуск облигаций компании котировался по цене каких-то жалких 15 центов за 1 долл. номинала. Политика расширения компании была резко изменена, ее важные подразделения выставлены на рынок и предприняты определенные усилия для сокращения огромных объемов задолженности.

Данные табл. 17.1 столь красноречивы, что не требуют детальных комментариев. Однако мы все же приведем несколько наших соображений.

1. Рост компании характеризовался неустойчивостью. В 1961 году был отмечен небольшой операционный убыток, но благодаря практике, которая в дальнейшем широко использовалась руководством компании при составлении финансовой отчетности вплоть до 1970 года, фактически было принято решение об отнесении всех возможных издержек и резервов на результаты деятельности компании за один неудачный год<sup>[278]</sup>. Их объем составил примерно 13 млн. долл., что оказалось больше, чем чистая суммарная прибыль за три предыдущих года. После таких манипуляций в 1962 году компания уже была готова опубликовать "скорректированные" данные о своей прибыли. 2. В конце 1966 года величина чистых материальных активов в расчете на одну обыкновенную акцию составила 7,66 долл. (с учетом дробления акций в пропорции 3 к 2). Таким образом, рыночная цена в 1967 году в 22 раза (!) превысила балансовую стоимость активов компании. В конце 1968 года в балансовом отчете были указаны 286 млн. долл. прибыли, на которые приходилось 3,8 миллиона обыкновенных акций и акций класса АА, что составляло около 77 долл. за одну акцию. Но если мы вычтем прибыль, необходимую для выплаты дивидендов по привилегированным акциям, исключим гудвилы и огромную прибыль, связанную с т.н. "дисконтными облигационными активами"<sup>[279]</sup>, то у нас останется 13 млн. долл., что составит не более 3

долл. на одну обыкновенную акцию. Этот материальный капитал исчез под грудой убытков следующих лет.

3. К концу 1967 года два лучших инвестиционных банка предлагали 600 тысяч акций компании *Ling-Temco-Vought* по цене 111 долл. за одну акцию. Когда-то они стоили 169,5, но меньше чем через три года их цена упала до 7,125<sup>[280]</sup>.

4. В конце 1967 года банковские ссуды составляли 161 млн. долл., а год спустя— 414 млн. долл. (ужасающая цифра!). К тому же долгосрочная задолженность составила 1237 млн. долл., а на 1969 год общая сумма задолженности — 1869 млн. долл. Это значение можно считать самой большой задолженностью среди всех промышленных компаний во все времена, за исключением *Standard Oil of N.J.*

5. Убытки в 1969 и 1970 годах превысили общую прибыль за все годы существования компании.

**Мораль.** Основной вопрос, который возник у нас при рассмотрении истории компании *Ling-Temco-Vought*, следующий: "Как удалось убедить банкиров ссужать компании такие огромные суммы на протяжении всего периода ее экспансии?" В 1966 и предыдущих годах значение коэффициента покрытия процентов компании не отвечало требованиям консервативного инвестиционного стандарта. То же самое касалось коэффициентов, показывающих отношение текущих активов к текущим обязательствам и отношение акционерного капитала к общей сумме долга. Но уже в течение следующих двух лет банки дополнительно выдали компании около 400 млн. долл. кредитов для проведения дальнейшей "диверсификации". Этот бизнес не был хорошим для них, еще худшим он оказался для ее акционеров. Если случай с *Ling-Temco-Vought* послужит предостережением руководству коммерческих банков против предоставления помощи и содействия в нездоровой экспансии подобного типа в будущем, то можно считать, что история пошла на пользу<sup>[281]</sup>.

### ***NVF Corp.***

В конце 1968 года положение дел в *NVF* можно было описать следующим образом: долгосрочная задолженность — 4,6 млн. долл., акционерный капитал — 17,4 млн. долл., объем продаж — 31 млн. долл., а чистая прибыль (до выплаты специального кредита в размере 374 тыс. долл.) — 502 тыс. долл. Бизнес компании можно было описать как "производство вулканизированного стекловолокна и пластика".

Руководство компании решило приобрести корпорацию *Sharon Steel*, долгосрочная задолженность которой составляла 43 млн. долл., акционерный капитал — 101 млн. долл., объем продаж— 219 млн. долл., а чистая прибыль — 2,929 млн. долл. Компания, которую захотела приобрести *NVF*, была в семь раз больше ее самой.

В начале 1969 года она сделала предложение приобрести все акции *Sharon*. Условия сделки были следующие. Акции обменивались по цене 70 долл. за штуку на 5%-ные облигации *NVF*, со сроком погашения в 1994 году. Дополнительно акционеры *Sharon* получали варранты на покупку полутора акции *NVF* по цене 22 долл. за акцию *NVF*.

Руководство компании *Sharon* активно сопротивлялось захвату контроля над их компанией, но все было напрасно. Корпорация *NVF* приобрела 88% акций компании *Sharon* в соответствии с условиями сделанного предложения, выпустив при этом своих 5%-ных облигаций на сумму 102 млн. долл. и варрантов на 2,197 млн. ее акций.

Полное выполнение условий сделки привело бы к тому, что по итогам 1968 года объединенная компания имела бы 163 млн. долл. долга, всего на 2,2 млн. долл. материальных активов и 250 млн. долл. продаж. Вопрос о выяснении размера чистой прибыли был сложным, но компания впоследствии заявила о чистых убытках в сумме 50 центов на одну акцию *NVF* до оформления единовременного кредита и чистой прибыли в размере 3 центов на одну акцию после его получения<sup>[282]</sup>.

**Первый комментарий.** Среди всех поглощений, которые имели место в 1969 году, это, безусловно, было самым исключительным с точки зрения финансовых диспропорций. Компания-покупатель брала на себя ответственность за новые и очень высокие долговые обязательства, что привело к тому, что изначальная прибыль за 1968 год превратилась (в результате проведения операции поглощения) в убытки. Об ухудшении финансового состояния компании свидетельствует то, что новые 5%-ные облигации не продавались дороже 42 центов за 1 долл. номинала на протяжении всего года их выпуска. Это демонстрировало, что у участников фондового рынка имелись серьезные сомнения относительно как безопасности инвестиций в облигации компании, так и ее будущего. Руководство компании умудрилось использовать (как будет показано дальше) столь большой дисконт для того, чтобы уменьшить налог на прибыль компании на 1 млн. долл.

Отчет за 1968 год, опубликованный после поглощения *Sharon*, содержал в сжатом виде результаты компании за год. В нем были представлены два самых неожиданных факта.

1) В разделе "активы" упоминаются 58,6 млн. долл. в виде "отсроченных дебиторских издержек". Эта сумма превышает совокупный "акционерный капитал", составляющий 40,2 млн. долл.

2) В акционерный капитал (что удивительно) не включены 20,7 млн. долл., заявленных как "превышение капитала по сравнению со стоимостью инвестиций в компанию *Sharon*".

**Второй комментарий.** Если мы не будем рассматривать дебиторские расходы как активы, поскольку это кажется неправдоподобным, и включим еще одну позицию в акционерный капитал (к которому она была бы причислена в нормальных условиях), то в результате получим более реалистичные представления о материальных активах корпорации *NVF*, составляющих 2,2 млн. долл. Таким образом, первым результатом этой сделки стало снижение "реального капитала" корпорации *NVF* с 17,4 млн. долл. до 2,2 млн. долл., или с 23,71 долл. на одну акцию до примерно 3 долл. при общем количестве 731 тысяча акций. Кроме того, старые акционеры корпорации *NVF* предоставили новым акционерам права на покупку в 3,5 раза большего количества акций по цене на шесть пунктов ниже рыночной при закрытии рынка в конце 1968 года. Начальная рыночная стоимость warrants составляла в это время около 12 долл. за штуку, или 30 млн. долл. применительно ко всей сделке. Фактически рыночная стоимость warrants намного превышала общую рыночную стоимость акций корпорации *NVF*. Этот факт — еще одно доказательство сомнительной природы этой операции.

### ***Бухгалтерские уловки***

Когда мы перейдем от этого предварительного баланса к отчету за следующий год, то обнаружим несколько странных записей. Так, в дополнение к основным процентным платежам (75 млн. долл.) вычтены 1795 тыс. долл. в качестве "амортизации отсроченных дебиторских издержек". Но эту запись просто затмевает следующая строка, в которой представлена очень необычная прибыль: "амортизация капитала, превышающего стоимость инвестиций в дочернее предприятие: Кредит 1,65 млн. долл." В одном из примечаний мы найдем запись, которой нет ни в каком из других известных нам отчетов: часть акционерного капитала рассматривается как "действительная рыночная стоимость warrants, размещенных в связи с приобретением, которая составляет 22,129 млн. долл."

О чем же (здесь можно интеллигентно выругаться) говорят эти бухгалтерские записи на самом деле? Ни на одну из них нет даже ссылок в

текстовой части отчета за 1969 год. Квалифицированному финансовому аналитику, конечно, под силу разгадать этот ребус, но для этого ему придется превратиться в настоящего детектива. Он обнаружит, что основное назначение этих записей — уменьшить величину налогов на прибыль за счет изначально низкой рыночной стоимости 5%-ных облигаций.

### ***Прочие необычные балансовые статьи***

1. Сразу же после закрытия торгов на бирже в 1969 году компания купила не меньше 650 тысяч варрантов по цене 9,38 долл. каждый. Это необычный факт, если мы учтем, что, во-первых, у самой корпорации *NVF* в конце года было в наличии всего лишь 700 тыс. долл. при 4,4 млн. долл. долга, подлежащего выплате в 1970 году (очевидно, что для уплаты за варранты компании нужно было взять в долг 6 млн. долл.); во-вторых, компания покупала варранты тогда, когда ее собственные 5%-ные облигации продавались меньше чем по 40 центов за 1 долл. номинала. Такой значительный дисконт обычно служит предвестником грядущих финансовых проблем.

2. Компания вывела из обращения облигаций на общую сумму 5,1 млн. долл. вместе с 253 тысячами варрантов, обменяв их на соответствующее количество обыкновенных акций. Это стало возможным потому, что вследствие колебаний фондового рынка 5%-ные облигации котировались дешевле 40 центов за 1 долл. номинала. В то же время обыкновенные акции котировались в среднем по 13,5 долл. (без выплаты дивидендов).

3. Компания планировала продать своим сотрудникам не только акции, но и большое количество варрантов. Как и при покупке акций, при приобретении варрантов предусматривалась первоначальная выплата в размере 5% от всей стоимости покупки, а погашение остальной суммы растягивалось на много лет. Это единственный известный нам случай, когда у компании был план покупки варрантов ее служащими. Может быть, в скором будущем кто-то изобретет и будет продавать права на приобретение прав на покупку акций и тому подобные инструменты?

В 1969 году перешедшая под контроль новых собственников компания *Sharon Steel* изменила методы расчета пенсионных издержек, а также использовала более низкие ставки амортизационных отчислений. Эти изменения бухгалтерских принципов учета добавили около 1 долл. чистой прибыли на одну акцию *NVF*.

В конце 1970 года в справочнике *Standard Poor's Stock Guide* была опубликована информация о том, что показатель P/E для компании *NVF*

равнялся 2 (самое низкое значение для всех 4,5 тысячи акций в этом справочнике). Одна из старых поговорок Уолл-стрит гласит: "Это важно, если это правда". Величина данного коэффициента определялась исходя из того, что курс акции в конце года составил 8,75, а значение показателя EPS равнялось 5,38 долл. на одну акцию (за год, оканчивающийся в сентябре 1970 года). Но значение этого коэффициента не позволяет судить ни об огромном влиянии фактора "разбавления" акций<sup>[283]</sup>. В нем также не учтены отрицательные результаты работы компании в последнем квартале 1970 года. При появлении окончательных результатов прибыль на акцию составила лишь 2,03 долл. до "разбавления" и 1,80 долл. после него. Обратите внимание и на то, что общая рыночная стоимость акций и варрантов в это время составляла около 14 млн. долл. по сравнению с 135 млн. задолженности по облигационному займу.

## ***AAA Enterprises***

### ***История***

Около 15 лет назад студент колледжа по имени Уильямс начал продавать передвижные дома (названные впоследствии "трейлерами")<sup>[284]</sup>. В 1965 году он зарегистрировал свой бизнес. В этом году он продал таких домов на сумму 5,8 млн. долл. и заработал 61 тыс. долл. до уплаты корпоративного налога. Накануне 1968 года он примкнул к "франшизному" движению и продавал другим право продавать мобильные дома от своего имени. Кроме того, ему пришла в голову идея заняться налоговыми консультациями, используя трейлеры в качестве мобильных офисов. Он сформировал дочернюю компанию под названием *Mr. Tax of America* и стал продавать франшизы для использования своей идеи и своего имени. Он увеличил количество корпоративных акций до 2,710 миллиона и был готов к их размещению. Уильямс также узнал, что один из наиболее крупных инвестиционных банков желает, наряду с другими, принять участие в размещении акций его компании. В марте 1969 года они предложили участникам фондового рынка 500 тысяч акций *AAA Enterprises* по цене 13 долл. за штуку. Средства от продажи 300 тысяч акций поступили на личный счет г-на Уильямса, а от продажи 200 тысяч — на счет компании, добавив при этом 2,4 млн. долл. к ее капиталу. Рыночная стоимость акций быстро удвоилась до 28, таким образом, капитализация составила 84 млн. долл. по сравнению с балансовой стоимостью акций в 4,2 млн. долл. и максимальной прибылью в размере 690 тыс. долл. Таким образом, акции

продавались по цене, которая в 115 (!) раз превышала текущую (самую высокую) удельную прибыль. Безусловно, г-н Уильямс выбрал название *AAA Enterprise* с той целью, чтобы она была среди первых в телефонных справочниках и *Желтых страницах*. Естественным результатом стало то, что его компания должна была стоять первой в справочнике *Standard Poor's Stock Guide*. Как и в случае с Абу Бен Адемом, ее название стояло первым<sup>[285]</sup>. Это послужило одной из причин для выбора ее акций в качестве примера "горячих" выпусков акций в 1969 году.

**Комментарий.** Это была неплохая сделка для г-на Уильямса. За 300 тысяч акций, размещенных в декабре 1968 года, которые имели балансовую стоимость 180 тыс. долл., он выручил в 20 раз больше — кругленькую сумму в 3,6 млн. долл. Компании-андеррайтеры и другие торговцы ценными бумагами разделили выручку от продажи остальных 500 тысяч акций.

1. Для клиентов брокерских компаний ситуация оказалась не столь блестящей. Им пришлось заплатить за акции цену, примерно в десять раз превышающую ее балансовую стоимость, — и это после того, как за свои же деньги они подняли удельную стоимость капитала в расчете на одну акцию с 59 центов до 1,35 долл.<sup>[286]</sup> До начала 1968 года, лучшего за всю историю компании, максимальное значение ее коэффициента EPS составляло жалкие 7 центов в расчете на одну акцию. У компании, конечно же, имелись амбициозные планы на будущее, но платить лишь за перспективы...? Инвесторов попросили это сделать, и они сделали.

2. Тем не менее цена акций удвоилась практически сразу после их размещения, и любой клиент брокерских контор мог получить привлекательную прибыль. Здесь перед нами возникают сложные вопросы. Повлиял ли значительный рост курса акций сразу же после начала их размещения на рост спроса на них в ходе их дальнейшего размещения? Или, говоря иначе, освобождает ли возможность роста курса акции компании-андеррайтеры от ответственности за дальнейшую судьбу акций, к выпуску которых они "приложили руку"? На эти вопросы сложно ответить, но они заслуживают внимательного рассмотрения со стороны аналитиков как Уолл-стрит, так и государственных регулирующих органов<sup>[287]</sup>.

### ***Дальнейшие события***

*AAA Enterprises* использовала возросший капитал для того, чтобы заняться двумя новыми видами бизнеса. В 1969 году она открыла сеть розничных магазинов по торговле коврами и приобрела завод по



производству мобильных домов. Результаты за первые девять месяцев не были исключительными, но все же они оказались немного лучше, чем в предыдущем году, — 22 цента в расчете на одну акцию по сравнению с 14 центами. Но то, что произошло на протяжении следующих месяцев, было, без преувеличения, невероятным. Компания потеряла 4365 тыс. долл., или 1,49 долл. на одну акцию. На это ушел весь ее первоначальный (до выпуска акций) капитал, плюс все 2,4 млн. долл., полученных от продажи акций, плюс две трети объема, заявленного в качестве прибыли за первые девять месяцев 1969 года. Остались жалкие 242 тыс. долл., или 8 центов на одну акцию, — капитал для индивидуальных акционеров, которые заплатили 13 долл. за свои акции всего семь месяцев тому назад. Тем не менее курс акций в конце 1969 года составил  $8 \frac{1}{8}$ , что означало свыше 25 млн. долл. рыночной капитализации компании.

### ***Дополнительный комментарий***

1. Сложно поверить в то, что компания действительно заработала 686 тыс. долл. с января по сентябрь 1969 года, а затем в течение следующих трех месяцев потеряла 4365 тыс. долл. В отчете на 30 сентября что-то было плохо или же неправильно представлено.

2. Цена закрытия на уровне  $8 \frac{1}{8}$  гораздо в большей степени продемонстрировала полную необоснованность курсов акций фондового рынка, чем цена первоначального публичного предложения акций (13) или цена, установившаяся затем на акции "горячего" выпуска (28). Эти последние котировки как минимум основывались на энтузиазме и надежде, которые можно было понять, хоть и не имели никакого отношения к действительности и здравому смыслу. Рынок же оценил в 25 млн. долл. компанию, потерявшую практически весь свой капитал, которой грозила полная неплатежеспособность и по отношению к которой слова "энтузиазм" и "надежда" звучали бы только с налетом горького сарказма.

### ***Заключительная часть***

За первую половину 1970 года компания заявила о понесенных убытках в размере 1 млн. долл. Тогда она была спасена от банкротства г-ном Уильямсом, который взял кредиты на общую сумму 2,5 млн. долл. Дальнейшие отчеты больше не печатались вплоть до января 1971 года, когда компания AAA Enterprises, наконец-то, объявила о своем банкротстве. Котировка акций на конец месяца все еще составляла 50 центов за одну акцию, или 1,5 млн. долл. за все акции, которые годились разве что для оклейки стен в качестве обоев. "Финита ля комедия".

### ***Мораль и вопросы***

Спекулянты неисправимы. С финансовой точки зрения они не могут

сосчитать до трех. Они будут покупать все и по любой цене, если им кажется, что присутствует какая-то "деятельность". Они попадутся на удочку любой компании, бизнес которой связан с франчайзингом, компьютерами, электроникой, наукой, технологиями и прочими сферами, пользующимися особой популярностью. Наши читатели, все разумные инвесторы, конечно же, не занимаются подобными глупостями.

Давайте зададим себе ряд вопросов. Должны ли уважаемые себя инвестиционные банки связывать свое имя с компаниями, девять из десяти которых могут быть обречены на окончательную неудачу? (Когда автор пришел работать на Уолл-стрит в 1914 году, именно такая ситуация имела место. Но кажется, что этические стандарты Уолл-стрит снизились, а не возросли на протяжении 57 лет, несмотря на все реформы и весь контроль.) Может и должна ли Комиссия США по ценным бумагам и фондовым биржам быть наделена дополнительной властью для защиты инвесторов, превышающей нынешние полномочия, ограничивающиеся получением всех отчетов о всех важных фактах размещения ценных бумаг? Должны ли проводиться и печататься стандартизированные виды анализа первоначальных публичных предложений акций различных компаний? Должны ли каждый проспект и каждое подтверждение продажи в соответствии с первым предложением служить своего рода формальными гарантиями того, что цена предложения акций значительно не отличается от цен на аналогичные ценные бумаги, уже размещенные на фондовом рынке? Пока мы готовили это издание, фондовый рынок двигался в сторону реформы. Мы считаем, что будет сложно провести сколь-нибудь значительные изменения в первоначальных публичных предложениях акций, поскольку злоупотребления — это во многом результат невнимательности и жадности инвесторов. А потому данная тема требует длительного и тщательного рассмотрения<sup>[288]</sup>

## 18. Сравнительный анализ восьми пар компаний

В этой главе мы попытаемся использовать новую форму изложения материала. Выбрав из листинга фондовой биржи восемь пар схожих между собой компаний, постараемся с помощью конкретных цифр провести анализ их бизнеса, финансовой структуры, методов работы, рентабельности и особенностей динамики акций корпораций. Мы также покажем, какие возможности для проведения инвестиционных и спекулятивных операций с акциями этих корпораций открывались перед участниками фондового рынка в последние годы. В каждом из примеров будут комментироваться только те аспекты, которые имеют для нас особое значение.

***Пара 1. Компанию Real Estate Investment Trust (магазины, офисы, заводы и т.д.) и Realty Equities Corp. of New York (инвестиции в недвижимость; гражданское строительство)***

Первая наша пара — компании, названия которых начинаются не с первых букв алфавита (остальные примеры располагаются в алфавитном порядке), поскольку этот случай имеет для нас особое значение.

Дело в том, что деятельность первой компании из данной пары служит образцом использования разумных, стабильных и правильных традиционных методов управления капиталом инвесторов. В свою очередь, вторая показывает нам пример необдуманного расширения бизнеса, финансового мошенничества и противоречивых действий, которые так часто можно найти в деятельности сегодняшних корпораций. У двух компаний похожие названия, и в течение многих лет они стояли рядом в листинге Американской фондовой биржи. Символы тикера — *REI* и *REC* — также можно легко перепутать. На этом сходство заканчивается. Одна из компаний — это степенное доверительное общество из Новой Англии, капиталом которого управляют три попечителя. Ее история насчитывает

почти столетие, а выплата дивидендов не прерывалась начиная с 1889 года. Траст придерживается одного и того же типа осторожных инвестиционных операций, умеренными темпами расширяя свой бизнес и ограничивая свою задолженность уровнем, при котором ею можно легко управлять [\[289\]](#).

Бизнес второй, нью-йоркской, компании показывает нам типичный пример рискованного бизнеса, развивающегося случайным образом. Компания за восемь лет существования раздула объем своих активов с 6,2 млн. до 154 млн. долл. Примерно в такой же пропорции вырос и долг компании. В результате таких изменений из компании, проводящей обычные операции с недвижимостью, она превратилась в конгломерат различных фирм. В частности, в ее состав входили два ипподрома, 74 кинотеатра, три литературных агентства, фирмы по связям с общественностью, гостиницы, супермаркеты. Она владела 26% капитала крупной косметологической фирмы (которая обанкротилась в 1970 году) [\[290\]](#).

Под стать пестрой структуре бизнеса *REC* была и структура выпущенных ею финансовых инструментов. Перечислим их.

1. Привилегированные акции номиналом 1 долл., по которым должны выплачиваться дивиденды в размере 7 долл. в год. Возможные обязательства также рассчитываются из расчета 1 долл. на одну акцию.

2. Уставная стоимость обыкновенных акций в размере 2,5 млн. долл. (1 долл. на одну акцию) с лихвой покрывается 5,5 млн. долл., которые были уплачены за 209 тысяч вновь приобретенных акций.

3. Три серии warrants, которые позволяют приобрести в целом 1578 тысяч акций.

4. Как минимум шесть разных видов долговых обязательств в форме закладных, долговых расписок, простых векселей, банковских векселей, "задолженности по долговым распискам, займам и контрактам" и задолженности по займам перед *Small Business Administration*. Общая сумма долга в марте 1969 года превышала 100 млн. долл. Кроме того, компания, естественно, должна была уплачивать обычные налоги и выплачивать кредиторскую задолженность.

Начнем наш анализ со сравнения некоторых данных двух компаний за 1960 год. Из табл. 18.1а видно, что курс акций *REI* был в девять раз выше курса акций *REC*. Относительная величина задолженности траста и отношение чистой прибыли к валовой были лучше у траста. При этом значение коэффициента P/E у траста было выше.

**Таблица 18.1а. Пара 1. *Real Investment Trust* по сравнению с *Realty Equities Corp.* (1960 год)**

	<b>Read Estate Investment Trust</b>	<b>Realty Equities Corp. of New York</b>
<b>Валовой доход (долл.)</b>	<b>3585000</b>	<b>1484000</b>
<b>Чистая прибыль (долл.)</b>	<b>485000</b>	<b>150000</b>
<b>Коэффициент EPS (чистая прибыль в расчете на одну акцию) (долл.)</b>	<b>0,66</b>	<b>0,47</b>
<b>Размер дивидендов на одну акцию</b>	<b>Не выплачивались</b>	<b>0,10</b>
<b>Балансовая стоимость одной акции (долл.)</b>	<b>20</b>	<b>4</b>
<b>Диапазон курса (долл.)</b>	<b>20-12</b>	<b>5,375-4.750</b>
<b>Активы (долл.)</b>	<b>22700000</b>	<b>6200000</b>
<b>Обязательства (долл.)</b>	<b>7400000</b>	<b>5000000</b>
<b>Балансовая стоимость обыкновенных акций (долл.)</b>	<b>153000000</b>	<b>1200000</b>
<b>Средняя рыночная стоимость обыкновенных акций (долл.)</b>	<b>12200000</b>	<b>1360000</b>
<b>Диапазон курса (долл.)</b>	<b>20-12</b>	<b>5,375-4,750</b>
<b>Активы (долл.)</b>	<b>22700000</b>	<b>6200000</b>
<b>Обязательства (долл.)</b>	<b>7400000</b>	<b>5000000</b>
<b>Балансовая стоимость обыкновенных акций (долл.)</b>	<b>153000000</b>	<b>1200000</b>
<b>Средняя рыночная стоимость обыкновенных акций (долл.)</b>	<b>12200000</b>	<b>1360000</b>

В табл. 18.1б представлены результаты деятельности этих компаний через восемь лет. Руководство *REI* спокойно вело свой "корабль" традиционным курсом, добившись роста выручки и прибыли в расчете на одну акцию примерно на три четверти\*. "Корабль" же *Realty Equity* потерял привычные очертания и полностью трансформировался в нечто невообразимое, став чрезвычайно уязвимым.

Как же реагировала Уолл-стрит на столь разные результаты? Очень просто: трасту уделяли настолько мало внимания, насколько это было

возможно, и наоборот — *Realty Equities* ощущала избыток внимания.

В 1968 году курс акций последней увеличился с 10 до 27,75, а рыночная стоимость вариантов — с 6 до 36,50. Общий объем торговли составил 2420 тысяч акций. В это время курс акций траста вырос с 20 до 30,25. При этом объем его продаж был умеренным. По состоянию на март 1969 года, балансовая стоимость акций *Realty Equities* за этот месяц составляла высокого значения их цены за этот год. Балансовая стоимость акций траста составляла 20,85 долл.

**Таблица 18.16. Пара 1**

	Real Estate Investment Trust	Realty Equities Corp. of New York
Цена одной акции по состоянию на 31 декабря 1968 года (долл.)	26,5	32,5
Количество обыкновенных акций (шт.)	1423000	2311000 (март 1969)
Рыночная стоимость обыкновенных акций (долл.)	37800000	75000000
Ожидаемая рыночная стоимость warrants (долл.)	-	30000000 <sup>[291]</sup>
Ожидаемая совокупная рыночная стоимость обыкновенных акций и warrants (долл.)	-	105000000
Долг (долл.)	9600000	100800000
Привилегированные акции	-	2900000
Общая капитализация (долл.)	47400000	208700000
Рыночная стоимость обыкновенной акции (с учетом warrants) (долл.)	-	45 (предполагаемая)
Балансовая стоимость одной акции (долл.)	20,85 (ноябрь)	3,41
	<b>Ноябрь 1968</b>	<b>Март 1969</b>
Доход (долл.)	6281000	39706000
Прибыль до выплаты процентов (долл.)	2696000	11182000
Процентные платежи (долл.)	590000	6684000
Налог на прибыль (долл.)	58000 <sup>[292]</sup>	2401000

Дивиденды на привилегированные акции (долл.)		174000
<b>Чистая прибыль для выплаты по обыкновенным акциям (долл.)</b>	<b>2048000</b>	<b>1943000</b>
<b>Специальные статьи (долл.)</b>	<b>245000 кредит</b>	<b>1896000 дебит</b>
<b>Окончательный размер прибыли для выплаты по обыкновенным акциям (долл.)</b>	<b>2293000</b>	<b>47000</b>
<b>Прибыль в расчете на одну акцию до вычета специальных статей (долл.)</b>	<b>1,28</b>	<b>1,00</b>
<b>Прибыль в расчете на одну акцию после вычета специальных статей (долл.)</b>	<b>1,45</b>	<b>0,20</b>
<b>Дивиденды в расчете на одну обыкновенную акцию (долл.)</b>	<b>1,20</b>	<b>0,30</b>
<b>Коэффициент покрытия процентов (прибыль до выплаты процентов / процентные платежи)</b>	<b>4,6</b>	<b>1,8</b>

В следующем году стало ясно, что не все было так уж хорошо в финансовом состоянии *Realty Equities*, и курс акций упал до 9,5. Акционеры, наверно, были морально травмированы, когда в марте 1970 года прочли, что чистые убытки компании составляют 13,2 млн. долл., или 5,17 долл. на одну акцию, — эти результаты фактически уничтожили все их скудные вложения. (Столь катастрофическая цифра включала резерв будущих потерь по инвестициям в размере 8,8 млн. долл.). Несмотря на это, сразу же после завершения финансового года руководство мужественно (?) заявило о выплате дополнительных дивидендов в размере 5 центов. Но, кроме того, существовали и другие проблемы. Аудиторы компании отказались подтвердить правильность составления ее финансовой отчетности за 1969/70 финансовый год, и на Американской фондовой бирже торги по акциям компании были приостановлены. На внебиржевом рынке цена предложения упала ниже 2 долл. за одну акцию <sup>[293]</sup>.

Курс акций *Real Estate Investment Trust* после 1969 года испытывал типичные колебания. Самый низкий уровень в 1970 году составил 16,5, но к началу 1971 года курс вновь вырос до 26,83. Последнее значение показателя EPS равнялось 1,50 долл. на одну акцию. При этом акции

продавались по цене 21,60 долл., которая незначительно превышала их балансовую стоимость. Можно сказать, что в 1968 году акции выглядели немного переоцененными, принимая во внимание их высокий курс в этом году. Руководство компании поддерживало со своими акционерами честные отношения. История же компании *Real Estate Equities* отличается кардинальным образом и достаточно печальна.

**Пара 2. Компании *Air Products and Chemicals* (промышленные и медицинские газы и т.п.) и *Air Reduction Co.* (промышленные газы и оборудование; химические продукты)**

Эти две компании похожи друг на друга как по названию, так и по сфере деятельности даже больше, чем первая пара. Анализ, который мы проведем в данном случае, более привычен с точки зрения анализа ценных бумаг, тогда как природа большинства других пар более гетероклитическая<sup>[294]</sup>. Компания *Air Products and Chemicals* — более молодая, чем *Air Reduction Co.*, и в 1969 году объем ее бизнеса был в два раза меньше, чем у другой компании<sup>[295]</sup>. Однако, несмотря на это, ее рыночная капитализация была на 25% выше, чем у компании *Air Reduction Co.* Как говорят данные табл. 18.2, это обуславливалось как более высоким уровнем ее доходности, так и лучшими показателями деятельности в прошлом.

**Таблица 18.2. Пара 2 (1969 год)**

	<b>Air Products Chemicals</b>	<b>Air Reduction</b>
<b>Цена одной акции по состоянию на 31 декабря 1969 года (долл.)</b>	391/2	163/8
<b>Количество обыкновенных акций (шт.)</b>	5832000 <sup>[296]</sup>	11279000
<b>Рыночная стоимость обыкновенных акций (долл.)</b>	231000000	185000000
<b>Долг (долл.)</b>	113000000	179000000
<b>Общая капитализация (долл.)</b>	344000000	364000000
<b>Балансовая стоимость одной акции (долл.)</b>	22,89	21,91



Объем продаж (долл.)	221500000	487600000
Чистая прибыль (долл.)	13639000	20326000
Прибыль на одну акцию (1969 год) (долл.)	2,40	1,80
Прибыль на одну акцию (1964 год) (долл.)	1,51	1,51
Прибыль на одну акцию (1959 год) (долл.)	0,52	1,95
Текущие дивиденды	0,20	0,80
Дивиденды выплачиваются с	1954 года	1917 года
<b>Коэффициенты:</b>		
цена / прибыль	16,5	9,1
цена акции / балансовая стоимость акции (%)	165,0	75,0
дивидендная доходность (%)	0,5	4,9
чистая прибыль / продажи (%)	6,2	4,25
прибыль / балансовая стоимость (%)	11,0	8,2
текущие активы / обязательства	1,53	3,77
оборотный капитал / долг	0,32	0,85
<b>Рост EPS (%):</b>		
1969 год по сравнению с 1964 годом	+59	+ 19
1969 год по сравнению с 1959 годом	+362	падение

В этом случае мы видим типичный результат более высокого значения такого фактора, как "качество" компании. Акции компании *Air Products* продавались по цене, в 16,5 раза превышающей ее последнюю зафиксированную прибыль; при этом аналогичный показатель для компании *Air Reduction* составлял 9,1.

Акции компании *Air Products* продавались по цене, которая намного превышала балансовую стоимость активов, в то время как курс акций *Air Reduction* составлял только 75% их балансовой стоимости<sup>[297]</sup>. Компания *Air Reduction* выплачивала более щедрые дивиденды. Но этот факт можно рассматривать в качестве более сильного желания компании *Air Products* направлять свою прибыль на развитие собственного бизнеса.

Кроме того, уровень оборотного капитала у компании *Air Reduction* был более благоприятным. (По этому поводу мы можем отметить, что прибыльная компания всегда может привести показатель в норму с помощью привлечения долговых ресурсов. Но исходя из наших стандартов

уровень выпуска облигаций компанией *Air Products* был в некоторой степени завышен.)

С помощью финансового аналитика, к которому обратились с просьбой выбрать акции одной из этих двух компаний, не составит труда прийти к выводу, что перспективы компании *Air Products* выглядят более обещающими, чем компании *Air Reduction*. Но делает ли это компанию *Air Products* более привлекательной при ее более высокой рыночной стоимости? Мы сомневаемся в том, можно ли дать четкий ответ на этот вопрос. В общем Уолл-стрит в своей деятельности предпочитает качество количеству, и вполне вероятно, что большинство финансовых аналитиков отдадут предпочтение более дорогим акциям "лучшей" компании *Air Products*, а не более дешевым, но менее "качественным" акциям компании *Air Reduction*. Оправдается ли такое предпочтение или нет, зависит, скорее всего, от непрогнозируемого будущего, а не от того, будем ли мы придерживаться определенных принципов инвестирования. С этой точки зрения, компания *Air Reduction* принадлежит к важной группе компаний с низким значением коэффициента P/E. Если пример, который рассматривался ранее<sup>[298]</sup>, верен, т.е. группа акций с низким значением данного коэффициента обеспечивает более высокую доходность, то логично предположить, что акциям компании *Air Reduction* можно отдать предпочтение, но при этом рассматривать их только как часть диверсифицированного инвестиционного портфеля. (Подробное исследование отдельных компаний из этой группы также может привести аналитика к разным выводам, однако по причинам, которые не отражены в изучаемых нами данных последней по времени финансовой отчетности.)

**Продолжение.** В 1970 году акции компании *Air Products* проявили себя лучше, чем акции компании *Air Reduction*, — их курсы снизились соответственно на 16 и 24%. Но компания *Air Reduction* вернулась на свои позиции быстрее — уже в начале 1971 года, и стоимость ее акций увеличилась на 50% по сравнению со стоимостью закрытия в 1969 году. Рост курса акций компании *Air Products* при этом составил 30%. В данном случае акции с более низким значением коэффициента P/E показали свое преимущество, по крайней мере, на некоторое время.

**Пара 3. *American Home Products Co.* (лекарственные препараты, косметические средства, хозяйственные товары, сладости) и *American Hospital Supply Co.* (дистрибьютор и производитель ресурсов и**

**оборудования для больницы)**

Перед нами две компании с миллиардными гудвилами (по состоянию на конец 1969 года), представляющие различные сегменты быстроразвивающейся и невероятно прибыльной отрасли здравоохранения. Будем называть их соответственно *Home* и *Hospital*<sup>[299]</sup>. Их отдельные характеристики представлены в табл. 18.3.

**Таблица 18.3. Пара 3 (1969 год).**

	<b>American Home Products</b>	<b>American Hospital Supply</b>
Цена одной акции по состоянию на 31 декабря 1969 года (долл.)	72	451/8
Количество обыкновенных акций (шт.)	523300000	336000000
Рыночная стоимость обыкновенных акций (долл.)	3800000000	1516000000
Долг (долл.)	11000000	18000000
Общая капитализация (долл.)	3811000000	1534000000
Балансовая стоимость одной акции (долл.)	5,73	7,84
Объем продаж (долл.)	1193000000	446000000
Чистая прибыль (долл.)	123300000	25000000
Прибыль на одну акцию (1969 год) (долл.)	2,32 долл.	0,77 долл.
Прибыль на одну акцию (1964 год) (долл.)	1,37	0,31
Прибыль на одну акцию (1959 год) (долл.)	0,92	0,15
Текущие дивиденды	1,40	0,24
Дивиденды выплачиваются с	1919 года	1947 года
<b>Коэффициенты:</b>		
цена / прибыль	31,0	58,5
цена акции / балансовая стоимость акции (%)	1250,0	575,0

дивидендная доходность (%)	1,9	0,55
чистая прибыль / продажи (%)	10,7	5,6
прибыль / балансовая стоимость (%)	41,0	9,5
текущие активы / обязательства	2,6	4,5
<b>Рост EPS (%):</b>		
1969 год по сравнению с 1964 годом	+75	+ 142
1969 год по сравнению с 1959 годом	+ 161	+405

Для этих компаний характерны следующие, в целом благоприятные, показатели. Во-первых, значительный рост курса, без какого-либо падения, начиная с 1958 года и, во-вторых, устойчивое финансовое состояние. Темпы роста прибыли компании *Hospital* (по состоянию на конец 1969 года) были значительно выше, чем компании *Home*. В то же время у *Home* была выше рентабельность продаж и капитала<sup>[300]</sup>. (Действительно, относительно низкий уровень рентабельности капитала в компании *Hospital* за 1969 год — только 9,5% — поднимает интригующий вопрос о том, является ли в действительности этот бизнес высокоприбыльным, несмотря на существенный рост объемов продаж и прибыли.)

Если привести цены акций к одному уровню, то видно, что относительные показатели прибыли и дивидендов компании *Home* были намного больше, чем у компании *Hospital*. Очень низкая балансовая стоимость *Home* свидетельствует об определенном противоречии в нашем анализе, а именно: с одной стороны, говорит о том, что компания зарабатывает больше прибыли на акционерный капитал (что в целом является знаком силы и благополучия), а с другой — означает, что с учетом текущего курса акций компании инвестор будет особо уязвим к любым существенным негативным изменениям в динамике прибыли компании. Поскольку акции компании *Hospital* в 1969 году продавались по цене, в четыре раза превышавшей ее балансовую стоимость, то наше осторожное замечание касается обеих компаний.

**Выводы.** По нашему мнению, обе компании были слишком "богатыми" при их текущих ценах для того, чтобы вызвать интерес у инвестора, который решает придерживаться консервативных принципов выбора акций. Это не значит, что компании были малообещающими. Проблема состоит в том, что их цена содержала слишком много "обещаний" и недостаточно фактических результатов. Совокупный гудвил двух компаний в 1969 году равнялся почти 5 млрд. долл. Сколько же лет

компаниям необходимо получать значительную прибыль, чтобы оправдать его размеры?

**Ближайшие последствия.** В конце 1969 года рынок, естественно, более высоко оценивал перспективы для получения прибыли компанией *Hospital* по сравнению с компанией *Home*, поскольку коэффициент Р/Е первой из них почти в два раза превышал аналогичный показатель второй. В следующем году прибыль компании-фаворита снизилась буквально на *микроскопическую* величину, тогда как прибыль *Home* выросла на приличные 8%. Показательно, что курс акций *Hospital* очень сильно отреагировал на несущественное снижение ее прибыли — в феврале 1971 года акции компании продавались по 32 (что примерно на 30% ниже цены закрытия 1969 года), в то время как акции *Home* котировались немного выше цены закрытия 1969 года<sup>[301]</sup>.

**Пара 4. Корпорации *H R Block* (консультационные услуги в сфере налогообложения) и *Blue Bell* (производитель рабочей одежды, униформы и т.д.)**

Эти компании дают нам пример двух очень разных успешных историй. Компания *Blue Bell* прошла сложный путь в отрасли с высоким уровнем конкуренции, в которой она со временем заняла ведущее место. Колебания ее прибыли в определенной степени были обусловлены изменением условий ведения бизнеса, но с 1965 года мы наблюдаем впечатляющие темпы ее роста. Компания начала свою деятельность в 1916 году, а дивиденды выплачиваются ежегодно с 1923 года. В конце 1969 года фондовый рынок без энтузиазма относился к ее акциям, о чем говорит значение ее коэффициента Р/Е, равное 11 (сравните со значением Р/Е для биржевого индекса *Standard Poor's Composite*).

И напротив, взлет компании *H R Block* был по-настоящему головокружительным. Сведения о первых ее результатах относятся к 1961 году, когда компания получила прибыль 83 тыс. долл. при доходе в 610 тыс. долл., а через восемь лет выручка увеличилась уже до 53,6 млн. долл., чистая же прибыль составила 6,3 млн. долл. В это время отношение фондового рынка к столь хорошим, с его точки зрения, акциям было сравнимо с экстазом. Цена закрытия в 1969 году составила 55, т.е. превышала прибыль за последние 12 месяцев более чем в 100 раз. Общая

рыночная стоимость акций в целом составила 300 млн. долл., превышая при этом стоимость материальных активов почти в 30 раз. Это был неслыханный в истории пример столь высокого значения коэффициента P/E<sup>[302]</sup>. (В то время курсы акций корпораций *IBM* и *Xerox* превышали их балансовую стоимость примерно в 9 и 11 раз соответственно).

В табл. 18.4 представлены абсолютные и относительные показатели, свидетельствующие о чрезмерных расхождениях в сравнительных оценках корпораций *Block* и *Blue Bell*. Действительно, доходность капитала *Block* была в два раза выше, чем у компании *Blue Bell*. При этом и темпы роста прибыли первой за последние пять лет (практически с нулевого значения) оказались намного выше. Но рыночная стоимость акций компании *Blue Bell* составляла меньше трех четвертых рыночной стоимости акций компании *Block*, и при этом бизнес первой был в четыре раза больше бизнеса второй, величина прибыли на ее акции — в 2,5 раза, объем реальных инвестиций — в 5,5 раза, а дивидендная доходность — в 9 раз выше, чем у *Block*.

**Краткие выводы.** Опытный финансовый аналитик отдал бы предпочтение акциям компании *Block* исходя из ожидаемых замечательных перспектив их будущего роста. Он мог бы также предположить, что среди компаний, оказывающих консультационные услуги, в связи с высокой доходностью бизнеса *Block* может обостриться конкурентная борьба<sup>[303]</sup>. Но, зная о длительном успехе таких выдающихся компаний, как *Avon Products*, в отраслях с высокой конкуренцией, он бы не решился прогнозировать быстрое падение кривой роста компании *Block*. Главная задача для него состояла в том, чтобы определить, в какой степени рынок правильно оценивает компанию с такими блестящими перспективами роста. И напротив, аналитик должен был бы без затруднений дать рекомендации относительно покупки акций *Blue Bell*, считая их цены достаточно умеренными.

**Таблица 18.4. Пара 4 (1969 год)**

	<b>H R Block</b>	<b>Blue Bell</b>
Цена одной акции по состоянию на 31 декабря 1969 года (долл.)	55	49 3/4
Количество обыкновенных акций (шт.)	5426000	1 802 000 <sup>[304]</sup>
Рыночная стоимость обыкновенных акций (долл.)	298000000	89500000
Долг (долл.)	-	17500000

Общая капитализация (долл.)	298000000	107000000
Балансовая стоимость одной акции (долл.)	1,89	34,54
Объем продаж (долл.)	53 600 000	202700000
Чистая прибыль (долл.)	6 380 000	7920000
Прибыль на одну акцию (1969 год) (долл.)	0,51	4,47
	(октябрь)	
Прибыль на одну акцию (1964 год) (долл.)	0,07	2,64
Прибыль на одну акцию (1959 год) (долл.)	-	1,80
Текущие дивиденды	0,24	1,80
Дивиденды выплачиваются с	1962 года	1923 года
<b>Коэффициенты:</b>		
цена / прибыль	108,0	11,2
цена акции / балансовая стоимость акции (%)	2920	142
дивидендная доходность (%)	0,4	3,6
чистая прибыль / продажи (%)	11,9	3,9
прибыль / балансовая стоимость (%)	27	12,8
текущие активы / обязательства	3,2	2,4
оборотный капитал / долг	без долга	3,75
<b>Рост EPS (%):</b>		
1969 год по сравнению с 1964 годом	+630	+68
1969 год по сравнению с 1959 годом	-	+ 148

Последствия (март 1971 года). Настроения, близкие к паническим, господствовавшие на рынке в 1970 году, повлияли на то, что цена акций компании *Blue Bell* сократилась на одну четверть, а компании *Block* — примерно на одну треть. Акции обеих компаний впоследствии не только вернули утраченные позиции, но и превзошли их: курс акций компании *Block* увеличился до 75 в феврале 1971 года, а курс акций компании *Blue Bell* вырос значительно больше — до 109 (с учетом дробления 2 к 3).

Понятно, что в конце 1969 года акции компании *Blue Bell* оказались более выгодным приобретением, чем акции компании *Block*. Но тот факт, что последним все-таки удалось нарастить еще примерно 35% от своей несомненно преувеличенной цены, свидетельствует о том, насколько осторожными должны быть аналитики и инвесторы (первые — на словах, вторые — на деле), чтобы заниматься "короткими продажами" вне

зависимости от того, насколько высокими могут казаться котировки акций<sup>[305]</sup>.

**Пара 5. *International Flavors Fragrances* (ароматы и прочее для бизнеса) и *International Harvester Co.* (производитель грузовиков, техники для фермерских хозяйств, строительных механизмов)**

Здесь нас ожидало несколько сюрпризов. Каждому известна компания *International Harvester*, одна из 30 крупнейших компаний, на базе которых рассчитывается фондовый индекс Доу-Джонса<sup>[306]</sup>. Многие ли из читателей слышали что-либо о компании *International Flavors Fragrances*, ближайшем соседе компании *Harvester* по листингу Нью-йоркской фондовой биржи? Удивительно, но в конце 1969 года рыночная капитализация компании *IFF* была выше, чем у компании *Harvester* 747 млн. по сравнению с 710 млн. долл. Этот пример впечатляет еще сильнее, если принять во внимание, что акционерный капитал компании *Harvester* был в 17 раз, а годовой объем продаж — в 27 раз больше, чем у *Flavors*.

Вы удивитесь еще больше, когда узнаете, что только три года назад чистая прибыль компании *Harvester* была больше, чем весь объем продаж компании *Flavors* в 1969 году! Чем же можно объяснить столь необычный факт? Ответ непременно связан с двумя магическими словами: "доходность" и "рост". С этих позиций компания *Flavors* продемонстрировала себя с лучшей стороны, тогда как компания *Harvester* оставалось лишь мечтать об этом.

История двух компаний наглядно представлена в табл. 18.5.

**Таблица 18.5. Пара 5 (1969 год)**

	<b>International Flavors Fragrances</b>	<b>International Harvester</b>
Цена одной акции по состоянию на 31 декабря 1969 года (долл.)	651/2	243/4
Количество обыкновенных акций (шт.)	11 400 000	27329000
Рыночная стоимость обыкновенных акций (долл.)	747000000	710000000
Долг (долл.)	4000000	313000000



Общая рыночная капитализация (долл.)	751000000	1023000000
Балансовая стоимость одной акции (долл.)	6,29	41,70
Объем продаж (долл.)	94200000	2652000000
Чистая прибыль (долл.)	13540000	63800000
Прибыль на одну акцию (1969 год) (долл.)	1,19	2,30
Прибыль на одну акцию (1964 год) (долл.)	0,62	3,39
Прибыль на одну акцию (1959 год) (долл.)	0,28	2,83
Текущие дивиденды	0,50	1,80
Дивиденды выплачиваются с	1956 года	1910 года
<b>Коэффициенты:</b>		
цена / прибыль	55,0	10,7
цена акции / балансовая стоимость акции (%)	1050,0	59,0
дивидендная доходность (%)	0,9	7,3%
чистая прибыль / продажи (%)	14,3	2,6
прибыль / балансовая стоимость (%)	19,7	5,5
текущие активы / обязательства	3,7	2,0
оборотный капитал / долг	большой	17
Коэффициент покрытия процентов	-	3,9 (до уплаты налога)
<b>Рост EPS (%):</b>		
1969 год по сравнению с 1964 годом	+93	+9
1969 год по сравнению с 1959 годом	+326	+39

Из приведенных данных можно увидеть, что рентабельность продаж компании *Flavors* составляет просто сенсационное значение — 14,3% (до уплаты налога на прибыль этот показатель был равен 23%) — по сравнению с жалкими 2,6% компании *Harvester*. Аналогично рентабельность акционерного капитала компании *Flavors* составила 19,7%,

в то время как соответствующий показатель компании *Harvester* был равен только 5,5%. На протяжении пяти лет чистая прибыль компании *Flavors* почти удвоилась, при этом аналогичный показатель компании *Harvester* оставался фактически на прежнем уровне. Сравнение показателей 1969 и 1959 годов свидетельствует об аналогичных результатах. Такое различие в результативности работы двух компаний служит основой для того, чтобы фондовый рынок по-разному оценивал их акции. Акции компании *Flavors* продавались по цене, в 55 раз превышавшей ее удельную прибыль (за последний период). Курс же акций компании *Harvester* превышал ее прибыль лишь в 10,7 раза. Соответственно акции компании *Flavors* оценивались рынком в 10,4 раза выше ее балансовой стоимости, а акции компании *Harvester* продавались с 41%-ным дисконтом от удельной стоимости акционерного капитала.

**Комментарии и выводы.** Первое, что следует отметить: успех компании *Flavors* на фондовом рынке полностью основывался на развитии ее основного бизнеса. Руководство компании не занималось разного рода корпоративными схемами, приобретением других компаний, сложными схемами капитализации и прочими известными Уолл-стрит приемами последних лет. Компании удалось сохранить удивительную доходность, и это, в сущности, вся ее история.

Показатели компании *Harvester* требуют рассмотрения абсолютно другого комплекса вопросов, но и здесь мы можем обойтись без изощренных методов финансового анализа. Почему так много крупных компаний становятся менее прибыльными даже в периоды продолжительного роста экономики? Зачем заниматься бизнесом с оборотом свыше 2,5 млрд. долл., если компания не может заработать достаточно прибыли для оправдания ожиданий инвесторов? Мы с вами не обязаны решить эту проблему. Однако мы настаиваем на том, что не только руководство, но и рядовые акционеры должны помнить о ее существовании и о том, что для ее решения нужны лучшие умы и энергичные действия<sup>[307]</sup>. Исходя из наших критериев формирования инвестиционного портфеля (ценовая привлекательность и обоснованность) мы не можем взять на себя смелость рекомендовать акции одной или другой компании. Компания *Flavors* — типичная, чрезвычайно успешная, но вместе с тем и чрезмерно переоцененная компания. Показатели компании *Harvester* — слишком заурядные, чтобы ее можно было считать действительно привлекательной даже при том, что цена ее акций ниже их удельной балансовой стоимости. (Инвестор, вне всякого сомнения, мог выбрать на рынке другие, более выгодные акции.)

Последствия в 1971 году. Низкая цена компании *Harvester* в конце 1969 года предотвратила ее дальнейшее стремительное падение в 1970 году. Она потеряла в цене только 10%. Позиции компании *Flavors* оказались более уязвимыми — ее акции упали в цене до 45, т.е. падение составило 30%. В процессе дальнейшего подъема на фондовом рынке позиции обеих компаний укрепились, и их рыночная стоимость значительно превысила уровень закрытия в 1969 года, но акции компании *Harvester* вскоре опять упали до 25 долл. за штуку.

**Пара 6. Компания McGraw Edison (коммунальное хозяйство и оборудование) и корпорация McGraw-Hill (книгоиздание, производство фильмов, обучающие системы; издание журналов и газет; информационные службы)**

Эту пару со столь похожими названиями — иногда мы будем называть их *Edison* и *Hill* — представляют две большие и успешные компании из совершенно разных сфер бизнеса. В качестве даты для сравнения мы выбрали 31 декабря 1968 года. Его результаты приведены в табл. 18.6.

**Таблица 18.6. Пара 6 (1968 год)**

	<b>McGraw Edison</b>	<b>McGraw- Hill</b>
Цена одной акции по состоянию на 31 декабря 1968 года (долл.)	375/8	393/4
Количество обыкновенных акций (шт.)	13717000	24200000 <sup>[308]</sup>
Рыночная стоимость обыкновенных акций (долл.)	527000000	962000000
Долг (долл.)	6000000	53000000
Общая рыночная капитализация (долл.)	533000000	1015000000
Балансовая стоимость одной акции (долл.)	20,53	5,00
Объем продаж (долл.)	568600000	398300000
Чистая прибыль (долл.)	33400000	26200000
Прибыль на одну акцию (1968 год) (долл.)	2,44	1,13
Прибыль на одну акцию (1963 год) (долл.)	1,20	0,66

Прибыль на одну акцию (1958 год) (долл.)	1,02	0,46
Текущие дивиденды (долл.)	1,40	0,70
Дивиденды выплачиваются с	1934 года	1937 года
Коэффициенты:		
цена / прибыль	15,5	35,0
цена акции / балансовая стоимость акции (%)	183,0	795,0
дивидендная доходность (%)	3,7	1,8
чистая прибыль / продажи (%)	5,8	6,6
прибыль / балансовая стоимость (%)	11,8	22,6
текущие активы / обязательства	3,95	1,75
Оборотный капитал / долг	большое	1,75
Рост EPS (%):		
1968 год по сравнению с 1963 годом	+ 104	+71
1968 год по сравнению с 1958 годом	+ 139	+ 146

Цена акций оказалась примерно равной, но из-за большего количества акций рыночная стоимость компании *Hill* была примерно в два раза выше, чем *Edison*. Такая разница должна немного удивить, поскольку объем продаж компании *Edison* был примерно на 50%, а чистая прибыль — на 25% выше. В результате мы видим, что у компании *Hill* ключевой коэффициент P/E более чем в два раза выше, чем у компании *Edison*. Этот феномен объясняется в основном сильным энтузиазмом и частично — расположением фондового рынка к акциям книгоиздательских компаний, некоторые из которых вышли на открытый фондовый рынок в конце 1960-х годов<sup>[309]</sup>.

На деле, в конце 1968 года стало очевидно, что этот энтузиазм чрезмерен. Акции компании *Hill* продавались по курсу 56 в 1967 году, что больше чем в 40 раз превышало величину прибыли за 1966 год. Но в 1967 году имел место незначительный спад, дальнейшим сокращением характеризовался и 1968 год. Таким образом, текущее высокое значение коэффициента P/E, равное 35, относится к компании, прибыль которой на протяжении последних двух лет сокращалась. Однако, несмотря на это, акции компании все еще оценивались в восемь раз выше удельной стоимости ее материальных активов, что свидетельствовало о том, что стоимость гудвила может достигать примерно 1 млрд. долл.! Этот случай вполне подходит для подтверждения справедливости высказывания

доктора Джонсона: "Надежды берут верх над опытом".

И наоборот, акции компании *McGraw Edison*, как казалось, котировались по разумной цене в сравнении с высоким общим уровнем фондового рынка, а также общей позицией и финансовым положением компании.

Последствия в начале 1971 года. Падение прибыли компании *McGraw-Hill* продолжалось в 1969 и 1970 годах. При этом прибыль снизилась до 1,02 долл. и затем до 0,82 долл. на одну акцию, а за один только катастрофический май 1970 года курс акций упал весьма значительно — до 10. Другими словами, в это время их цена составляла менее одной пятой цены, зафиксированной двумя годами ранее. Затем курс существенно вырос, но высокая цена в мае 1971 года — на уровне 24 — составляла только 60% цены закрытия в 1968 году. Акции *McGraw Edison* оказались в более выгодной ситуации: их цена снизилась до 22 в 1970 году, а в мае 1971 года снова выросла до 41 1/2<sup>[310]</sup>.

Бизнес компании *McGraw-Hill* продолжает процветать. Колебания же курса ее акций — яркий пример спекулятивных рисков, которым подверглись ее акции, как впрочем и десятки других, в связи со стихийными волнами оптимизма и пессимизма на Уолл-стрит.

**Пара 7. Компания *National General* (большой конгломерат) и *National Presto Industries* (производство разнообразных электроприборов, военной техники)**

Мы решили сравнить эти две компании, в основном, из-за того, что они столь разные. Для простоты в дальнейшем будем называть их *General* и *Presto*. Мы выбрали конец 1968 года для нашего исследования, поскольку списания, имевшие место в балансе компании *General* за 1969 год, сделали проблематичным использование данных этого года для наших целей. И хотя в 1968 году спектр бизнес-активности компании еще не был столь широким, как годом позже, тем не менее она могла считаться полноправным конгломератом. Краткое ее описание в *Stock Guide* гласит: "Общенациональная сеть кинотеатров; производство кинофильмов и телевизионных передач, сбережения и займы, книгоиздание". К сказанному можно также добавить следующее: "Страхование, инвестиционное банковское дело, издание музыкальных записей, компьютеризированные

услуги, недвижимость и 35% в капитале корпорации *Performance Systems* (новое название компании, ранее известной как *Minnie Pearl's chicken Systems*). Бизнес компании *Presto* также носил диверсифицированный характер, но по сравнению с компанией *General* его размах был существенно скромнее. Начав свою деятельность с производства скороварок и став лидером в этом бизнесе, компания затем наладила выпуск различных электробытовых приборов. Она также участвовала в выполнении ряда военных контрактов для правительства США.

В табл. 18.7 приведены обобщенные показатели компаний по состоянию на конец 1968 года.

**Таблица 18.7. Пара 7 (1968 год)**

	<b>National General</b>	<b>National Presto Industries</b>
Цена одной акции по состоянию на 31 декабря 1968 года (долл.)	441/4	385/8
Количество обыкновенных акций (шт.)	4330000 <sup>[311]</sup>	1478000
Рыночная стоимость обыкновенных акций (долл.)	192000000	58000000
Дополнительная рыночная стоимость трех выпусков warrants (долл.)	221000000	
Общая стоимость обыкновенных акций и warrants (долл.)	413000000	—
"Старшие" ценные бумаги (долл.)	121000000	-
Общая капитализация на фондовом рынке (долл.)	534000000	58000000
Рыночная цена обыкновенных акций с учетом warrants (долл.)	98	-
Балансовая стоимость обыкновенных акций (долл.)	31,50	26,30
Доход (долл.)	1176000000	152200000
Чистая прибыль (долл.)	6121000	8206000
Прибыль на одну акцию (1968 год) (долл.)	1,42 (декабрь)	5,61
Прибыль на одну акцию (1963 год) (долл.)	0,96 (сентябрь)	1,03

Прибыль на одну акцию (1958 год) (долл.)	0,48 (сентябрь)	0,77
Текущие дивиденды (долл.)	0,20	0,80
Дивиденды выплачиваются с	1964 года	1945 года
<b>Коэффициенты:</b>		
цена / прибыль	69,0 <sup>[312]</sup>	6,9
цена акции / балансовая стоимость акции(%)	310,0	142,0
дивидендная доходность (%)	0,5	2,4
чистая прибыль / продажи (%)	5,5	5,4
прибыль / балансовая стоимость (%)	4,5	21,4
текущие активы / обязательства	1,63	3,40
оборотный капитал / долг	0,21	без долга
<b>Рост EPS (%):</b>		
1968 год по сравнению с 1963 годом	+48	+450
1968 год по сравнению с 1958 годом	+ 195	+630

Структура капитала компании *Presto* была настолько простой, насколько это возможно — ничего, кроме 1 478 000 обыкновенных акций, рыночная стоимость которых составила 58 млн. долл. Структура капитала компании *General* была значительно более сложной: обыкновенные акции (почти в два раза больше, чем у компании *Presto*), конвертируемые привилегированные акции, три выпуска warrants на значительное количество обыкновенных акций, конвертируемые облигации (полученные в обмен на акции страховой компании), неконвертируемые облигации на внушительную сумму. Взятые вместе, все эти ценные бумаги дали 534 млн. долл. общей рыночной капитализации компании. Мы также должны принять во внимание запланированный выпуск конвертируемых облигаций на 750 млн. долл. Несмотря на значительно более высокую капитализацию *National General*, объем ее операций был намного меньше, чем у компании *Presto*; ее прибыль также составляла только 75% чистой прибыли последней.

Определение *истинной рыночной стоимости* обыкновенных акций компании *General*—интересная задача для финансового аналитика. Ее решение имеет важное значение для каждого участника фондового рынка, кто намерен серьезно заниматься инвестиционным бизнесом. Мы можем достаточно легко просчитать объем обыкновенных акций, в которые

конвертируется сравнительно небольшой выпуск привилегированных акций (с дивидендами в размере 4,50 долл.) при достижении курсом акций благоприятного значения. Результаты наших расчетов представлены в табл. 18.7.

Но для учета влияния варрантов на стоимость акций следует использовать совсем иной подход. Чтобы вычислить полностью "разбавленное" количество акций в обращении следует исходить из того, что акционеры исполнят все варранты, а компания отзовет часть облигаций и частично выкупит собственные обыкновенные акции. Эти предположения не были приняты во внимание компанией, когда она указала, что в 1968 году размер прибыли, приходящийся на одну акцию, составит 1,51 долл. Мы считаем такой расчет EPS нелогичным и нереалистичным. На наш взгляд, варранты представляют собой часть "пакета обыкновенных акций" и их рыночная стоимость — это часть "эффективной рыночной стоимости" акционерной части капитала компании. (См. об этом более подробно в главе 17.) Прибавив рыночную стоимость варрантов к рыночной стоимости обыкновенных акций, мы получили абсолютно иные (см. табл. 18.7) показатели деятельности компании *National General* в 1968 году.

В действительности истинная рыночная стоимость обыкновенных акций компании оказалась более чем в два раза выше их рыночного курса, поэтому и значение коэффициента P/E увеличилось более чем в два раза — до абсурдной цифры 69 раз. И наконец, совокупная рыночная стоимость всех "эквивалентов обыкновенных акций" оказывается равной 413 млн. долл., что в три раза превышает балансовую стоимость активов компании.

Эти цифры выглядят еще более аномальными при сравнении с аналогичными показателями компании *Presto*. Возникает вопрос: "Почему столь существенно (практически на порядок) разнятся значения коэффициентов P/E у двух компаний — 6,9 у *Presto* и 69 у *National General*?" Значения всех коэффициентов акций *Presto* выглядят вполне удовлетворительно. Возможно, дело в том, что прошлые успехи компании во многом были связаны с выполнением военных контрактов. В мирных же условиях можно ожидать определенного снижения прибыли. Подводя итог анализу, можно сказать, что акции компании *Presto* по всем статьям подходили под определение "разумной покупки по приемлемой цене". В этот же период *General* имела все характерные черты типичного "конгломерата" образца конца 1960-х годов: обилие корпоративных инициатив и грандиозных планов. При этом их рыночные котировки не соответствовали истинной стоимости компании.



Результат. Компания *General* в 1969 году продолжила проводить политику диверсификации. Ее долговые обязательства немного увеличились. При этом компания провела списание десятков миллионов долларов, главным образом, в связи с результатами сделки с компанией *Minnie Pearl Chicken*. Окончательные цифры свидетельствовали о потерях в размере 72 млн. долл. до оформления налогового кредита и 46,4 млн. после его оформления. Курс акций упал до 16,5 в 1969 и до 9 в 1970 году, что составляло только 15% от самой высокой цены акций, равной 60 в 1968 году. Прибыль за 1970 год была заявлена на уровне 2,33 долл. на одну акцию (с учетом "разбавления"), и в 1971 году их курс вырос до 28,5.

Компания *National Presto* немного увеличила прибыль на одну акцию как в 1969, так и в 1970 году, подтверждая этим десятилетие непрерывного роста прибыли. Несмотря на это, в 1970 году рыночная стоимость акций упала до 21,5. Обратим внимание на эту цифру. Она меньше чем в четыре раза превышает последнюю отчетную прибыль компании. При этом она меньше удельной стоимости чистых оборотных активов компании. В 1971 году цена акции компании *National Presto* увеличилась на 60% — до 34, но коэффициенты все еще оставались впечатляющими. Увеличившийся оборотный капитал был почти равен текущей цене, которая, в свою очередь, только в 5,5 раза превышала последнюю заявленную прибыль. Если бы вам удалось найти десять таких акций для формирования своего диверсифицированного инвестиционного портфеля, то вы могли бы не сомневаться в удовлетворительных результатах от своих вложений<sup>[313]</sup>.

**Пара 8. Корпорация *Whiting* (инструменты для обработки материалов) и *Willcox Gibbs* (небольшой конгломерат)**

Эти компании расположены достаточно близко друг от друга в листинге Американской фондовой биржи, хотя и не являются соседями. Их сравнение, результаты которого представлены в табл. 18.8а, заставляет задуматься над тем, насколько рационально ведет себя фондовый рынок.

**Таблица 18.8а. Пара 8 (1969 год)**

	<b>Whiting</b>	<b>Willcox Gibbs</b>
Цена одной акции по состоянию на 31		

декабря 1969 года (долл.)	173/4	151/2
Количество обыкновенных акций (шт.)	570000	2381000
Рыночная стоимость обыкновенных акций (долл.)	10200000	36900000
Долг (долл.)	1000000	5900000
Привилегированные акции (долл.)	-	1800000
Общая капитализация на фондовом рынке (долл.)	11200000	44600000
Балансовая стоимость обыкновенных акций (долл.)	25,39	3,29
Доход (долл.)	42200000 (октябрь)	29000000 (декабрь)
Чистая прибыль до учета специальных статей (долл.)	1091000	347000
Чистая прибыль после учета специальных статей (долл.)	1091000	убыток 1639000
Прибыль на одну акцию в 1969 году (долл.)	1,91 долл. (октябрь)	0,08 долл.а
Прибыль на одну акцию в 1964 году (долл.)	1,90 (апрель)	0,13
Прибыль на одну акцию в 1959 году (долл.)	0,42 (апрель)	0,13
Текущие дивиденды (долл.)	1,50	-
Дивиденды выплачиваются с	1954 года	не выплачиваются
Коэффициенты:		
цена / прибыль	9,3	очень большой
цена акции / балансовая стоимость акции (%)	70,0	470,0
дивидендная доходность (%)	8,4	—
чистая прибыль / продажи (%)	3,2	0,1(а)
прибыль / балансовая стоимость (%)	7,5	2,4(а)
текущие активы / обязательства	3,0	1,55
оборотный капитал / долг	9,0	3,6
Рост EPS (%>):		

1969 год по сравнению с 1964 годом	одинаково	падение
1969 год по сравнению с 1959 годом	+354	падение

(а) До учета специальных издержек.

Компания с небольшими объемами продаж и прибыли, обыкновенные акции которой и наполовину не обеспечены материальными активами, оценивается рынком в четыре раза дороже, чем сравниваемая компания. Последняя, более дорогая, компания была на грани объявления убытков после вычета специальных статей. Она не выплачивала дивиденды на протяжении 13 лет. Другая же на протяжении длительного периода приносила удовлетворительную прибыль, с 1936 года на постоянной основе выплачивала дивиденды и в настоящее время ее дивидендная доходность — самая высокая из всех компаний, представленных в листинге Американской фондовой биржи. Чтобы четче представить различие в финансовом состоянии двух компаний, мы привели в табл. 18.86 прибыль и курс акций за 1961-1970 годы.

Если раньше мы рассматривали деятельность крупных корпораций, то история этих двух компаний позволяет нам пролить свет на определенные аспекты развития среднего бизнеса в США. Компания *Whiting* была зарегистрирована в 1896 году, т.е. ей уже как минимум 75 лет. Она осталась верна своему изначальному бизнесу — изготовлению инструментов для обработки материалов, и, более того, довольно успешно ведет его на протяжении многих десятилетий. Компания *Willcox Gibbs* появилась еще раньше — в 1866 году, и давно известна в своей отрасли как производитель промышленных швейных машин. На протяжении последнего десятилетия она проводит политику диверсификации в довольно странной форме. С одной стороны, у этой компании чрезмерное количество дочерних фирм (самое малое 24), производящих самую разнообразную продукцию, а с другой — она является конгломератом, действуя в соответствии с обычными стандартами Уолл-стрит.

**Таблица 18.86. Курс акций и прибыль компаний *Whiting u Willcox Gibbs* за десять лет**

Год	Корпорация <i>Whiting</i>		Корпорация <i>Willcox Gibbs</i>	
	Прибыль на одну акцию <sup>[314]</sup> (долл.)	Диапазон рыночных цен	Прибыль на одну акцию (долл.)	Диапазон рыночных цен
1970	1,81	221/2-161/4	0,34	181/2-41/2

1969 2,63	37-173/4	0,05	205/8-83/4
1968 3,63	431/2-281/4	0,35	201/8-81/3
1967 3,01	361/2-25	0,47	11-43/4
1966 2,49	301/4-191/4	0,41	8-33/4
1965 1,90	20-18	0,32	103/8-61/8
1964 1,53	14-8	0,20	91/2-41/2
1963 0,88	15-9	0,13	14-43/4
1962 0,46	10-61/2	0,04	193/4-81/4
1961 0,42	121/2-73/4	0,03	191/2-101/2

Динамика прибыли компании *Whiting* свидетельствует о ее стабильном и довольно впечатляющем росте: с 41 цента на акцию в 1960 году до 3,63 долл. в 1968 году. Но не было никаких гарантий того, что такой рост будет продолжаться бесконечно долго. В итоге так и случилось: прибыль снизилась до 1,77 долл. в 1970 году. Однако это снижение отражает только общий спад в экономике, и не больше. Но цена акций реагировала по-иному, снизившись примерно на 40% от высокого (43,5) уровня в 1968 году на момент закрытия в 1969 году. Наши аналитики могли бы обратить внимание на то, что акции представляли собой привлекательный объект для инвестиций среди компаний "второго эшелона" — вполне приемлемый для активного инвестора.

**Последствия.** В 1970 году компания *Willcox Gibbs* понесла небольшие убытки. Цена ее акций значительно упала — до 4,5, но в феврале 1971 года выросла до 9,5. Нам тяжело найти объяснение такому росту со статистической точки зрения. Акции компании *Whiting* также несколько упали в цене — до 16,75 в 1970 году. (При этой цене ее акции продавались практически по стоимости ее оборотных активов.) Прибыль компании в июле 1971 года составила 1,85 долл. на одну акцию. В начале 1971 года цена увеличилась до 24,5. Этот рост был достаточно значительным, но акции, в соответствии с нашими стандартами, перестали быть "выгодными"<sup>[315]</sup>

### Общие наблюдения

Конечно, мы не случайно выбрали акции для нашего сравнительного анализа, а потому не можем утверждать, что наши наблюдения справедливы для всех обыкновенных акций. К тому же мы ограничились промышленностью, и такие важные сферы, как коммунальная, транспортная и финансовая, нами не рассматривались.

Однако проанализированные нами компании все же значительно разнятся по своим размерам, сферам деятельности, количественным и качественным показателям. Таким образом, с их помощью нам удалось показать читателям возможности нашего метода, который следует использовать инвестору для выбора подходящих акций.

Мы также увидели, что зависимость между курсом акций и показателями компании довольно-таки разнообразна. Акции большинства компаний с более высокими темпами роста прибыли и показателями доходности, в основном, характеризуются и более высокими коэффициентами "цена акции / текущая прибыль", что, в общем-то, весьма логично. Оправдывается ли расхождение в значениях коэффициентов P/E акций рассмотренных компаний — покажет будущее. В то же время мы сталкивались лишь с немногими случаями, при рассмотрении которых можно было сделать однозначные выводы. В эту категорию входят практически все случаи, когда на фондовом рынке была отмечена большая активность по отношению к акциям компаний, не имеющих прочной стоимостной основы. Такие акции были не только спекулятивными, т.е. рискованными по своей сути, но в большинстве случаев они были значительно переоценены. Однако также имелись акции, истинная стоимость которых была больше, чем их цена. Их недооцененность можно объяснить особым отношением участников рынка, которое мы назвали "антиспекуляцией", либо же их неуместным пессимизмом из-за падения прибыли компании.

В табл. 18.9 представлены некоторые данные о колебаниях курсов акций, рассмотренных в этой главе. Большинство из них сильно снизились с 1961 по 1962 год, так же как и с 1969 по 1970 год. Безусловно, инвестор должен быть подготовлен к такому типу движения фондового рынка и в будущем.

**Таблица 18.9. Некоторые ценовые колебания обыкновенных акций 16 компаний (с учетом дробления акций)**

Разброс цен в 1936-1970 годах	Падение: 1961- 1962 годы	Падение: 1968, 1969-1970 годы
----------------------------------	-----------------------------	----------------------------------

<i>Air Products Chemical</i>	13/8 - 49	431/3 - 215/8	49 - 313/8
<i>Air Reduction</i>	93/8 - 453/4	221/2 - 12	37 - 36
<i>American Home Products</i>	7/8 - 72	443/4 - 22	721/3 - 511/4
<i>American Hospital Supply</i>	3/4 - 471/2	115/8 - 53/4	471/2 - 263/4 <a href="#">[316]</a>
<i>HR Block</i>	3/4 - 681/2	-	681/2 - 373/4 <a href="#">[317]</a>
<i>Blue Bell</i>	83/8 - 55	25 - 16	443/4 - 261/2
<i>International Flavors Fragrances</i>	43/4 - 671/2	8 - 41/2	663/8 - 447/8
<i>International Harvester</i>	61/4 - 53	283/4 - 191/4	383/4 - 22
<i>McGraw Edison</i>	11/4 - 461/4	243/8 - 14 <a href="#">[318]</a>	443/4 - 215/8
<i>McGraw-Hill</i>	1/4 - 561/2	211/2 - 91/4	545/8 - 101/4
<i>National General</i>	35/8 - 601/2	147/8 - 43/4 <a href="#">[319]</a>	601/2 - 9
<i>National Presto Industries</i>	1/2 - 45	205/8 - 81/4	45 - 211/2
<i>Real Estate Investment Trust</i>	101/2 - 301/4	251/4 - 151/4	301/4 - 163/8
<i>Realty Equities of N. Y.</i>	33/4 - 473/4	67/8 - 41/2	373/4 - 2
<i>Whiting</i>	27/8 - 433/8	121/2 - 61/2	431/4 - 163/4
<i>Willcox Gibbs</i>	4 - 205/8	191/2 - 81/4	203/8 - 41/2

В табл. 18.10 приведены колебания курса обыкновенных акций компании *McGraw-Hill* с 1958 по 1970 год. Следует отметить, что в каждом из последних 13 лет курс акций существенно колебался.

**Таблица 18.10. Значительные ежегодные колебания курса акций компании *McGraw-Hill* в 1958-1971 годах(а) [\[320\]](#)**

С	До	Рост	Падение
1958	1959	39 - 72	
1959	1960	54 - 1093/4	
1960	1961	213/4 - 431/4	

1961 1962 181/4 - 321/4 431/8 - 181/4  
1962 1963 233/8 - 387/8  
1963 1964 283/8 - 61  
1964 1965 371/2 - 791/2  
1965 1966 541/2 - 112  
1966 1967  
1967 1968 561/4 - 371/2  
1968 1969 541/2 -24  
1969 1970 391/2 - 10  
1970 1971 10-241/4

В процессе выбора акций для написания этой главы мы опять были поражены огромной разницей между теми задачами и целями, которые обычно ставятся в рамках анализа ценных бумаг, и теми, которые мы считаем действительно необходимыми и полезными. Большинство финансовых аналитиков пытаются выбрать такие акции, которые лучше всего покажут себя в будущем с точки зрения роста как цен, так и прибыли. Мы сомневаемся, что такие задачи можно решить удовлетворительно. На наш взгляд, работа финансового аналитика, скорее всего, должна состоять в поиске достаточно редких ценных бумаг, о цене которых он с уверенностью может сказать, что она существенно ниже их стоимости. Он должен обладать такой подготовкой, которая позволяла бы ему демонстрировать из года в год удовлетворительные результаты работы.

## **19. Акционеры и руководство компаний: дивидендная политика**

Начиная с 1934 года мы не устаем призывать акционеров занять более разумную и энергичную позицию в их взаимоотношениях с руководством корпораций. Мы просим их с уважением относиться к тем руководителям, кто действительно выполняет свою работу качественно. Мы также просим их требовать четких и удовлетворительных объяснений при плохих результатах и добиваться улучшения работы менеджеров или замены плохо работающих руководителей компаний. Вопросы акционеров к руководству оправданны, если результаты компании, во-первых, неудовлетворительны сами по себе, во-вторых, хуже, чем результаты другой компании в похожей ситуации, и в-третьих, обусловили низкий уровень курса акций на протяжении длительного периода.

К сожалению, последние 36 лет не дают практически никакого повода сказать, что широким массам акционеров удалось достичь сколь-нибудь существенных результатов в этом деле. Здравомыслящий участник движения за права акционеров, если бы такой существовал, воспринял бы это замечание как упрек в том, что он зря тратит время и для него же будет лучше отказаться от борьбы.

Как оказалось, наши призывы не остались не услышанными. Об этом свидетельствует ситуация, сложившаяся вокруг операций с поглощением компаний<sup>[321]</sup>. В главе 8 говорилось, что слабое управление компанией ведет к низкому уровню цены ее акций на фондовом рынке. Низкий курс, в свою очередь, привлекает внимание компаний, заинтересованных в диверсификации своего бизнеса, а таких сейчас множество. Огромное количество подобных приобретений было осуществлено как с согласия действующего руководства, так и путем приобретения акций на фондовом рынке с помощью предложений об их покупке, сделанных без ведома руководства компании, за которой ведется "охота". Цена покупки акций обычно попадала в диапазон, подразумевающий компетентное управление компанией, что вполне устраивало инертные массы рядовых акционеров. Инициаторами этих действий были, как правило, либо отдельные предприимчивые личности, либо их группы.

Можно считать общим правилом (за небольшим исключением), когда



рядовые акционеры (т.н. "публичные акционеры") не в состоянии повлиять на улучшение управления компанией. Для этого необходимы энергичные действия отдельных лиц или целых групп. В наши дни руководство типичной компании, включая совет директоров, довольно часто просто ставят перед фактом. Это возможно потому, что операционные результаты организации неудовлетворительны и соответственно цена акций на фондовом рынке низка. В результате компания может перейти в другие руки. Иногда руководство компании начинает работать лучше. В то же время за последние годы сменилось значительно больше президентов компаний, чем раньше.

Не все малоприбыльные компании выиграли от таких операций. Покупки часто происходили после длительного периода неэффективной работы организации, когда руководство не предпринимало каких-либо существенных мер для исправления ситуации. В результате разочарованные акционеры продавали свои акции по низкому курсу энергичным захватчикам.

Сама идея того, что рядовые акционеры могут своими объединенными усилиями повлиять на работу руководства компании, доказала свою чрезмерную идеалистичность, чтобы рассматривать ее более подробно на страницах этой книги. Те индивидуальные акционеры, которые умеют сделать так, чтобы их присутствие на ежегодных собраниях акционеров (в общем, абсолютно бесполезных мероприятиях) было замечено, не нуждаются в наших советах по поводу того, какие вопросы нужно обсуждать с руководством. Для других советы окажутся просто бесполезными. Несмотря на это, давайте завершим данный раздел призывом к акционерам внимательно рассматривать любой материал, рассылаемый им собратями-акционерами, которые хотят исправить явно неудовлетворительную ситуацию с управлением компанией.

### ***Акционеры и дивидендная политика***

В прошлом дивидендная политика была частым поводом для споров между рядовыми (миноритарными) акционерами и руководством компании. В целом эти акционеры заинтересованы в более щедрых дивидендах, в то время как руководство предпочитает инвестировать средства в бизнес компании "для укрепления ее позиций". Оно просит

акционеров пожертвовать своими текущими интересами во благо компании и долгосрочных выгод в будущем.

Но в последние годы отношение акционеров к дивидендам претерпевает постепенные, но важные изменения. Сегодня основным аргументом для выплаты небольших дивидендов служит не то, что компания просто "нуждается" в деньгах. Акционеров убеждают в том, что инвестирование полученной прибыли в доходное расширение бизнеса компании прямо и сразу же принесет им выгоду. Раньше слабой было принято считать ту компанию, которая использовала прибыль для развития своего бизнеса, вместо выплаты 60 или 75% прибыли в виде дивидендов. Почти всегда такое распределение прибыли негативно сказывалось на рыночной стоимости акций. Сегодня сильная и растущая компания сознательно уменьшает дивидендные выплаты, получая поддержку как акционеров, так и спекулянтов<sup>[322]</sup>.

Заметим, что с теоретической точки зрения реинвестирование прибыли вполне обоснованно, так как может привести со временем к существенному росту прибыли. Однако у этой позиции имеются и противники, которые следующим образом аргументируют свои взгляды.

- Прибыль "принадлежит" акционерам, и они имеют полное право на то, чтобы им выплачивали дивиденды в разумных пределах.

- Многим акционерам дивиденды нужны для поддержания своего жизненного уровня.

- Прибыль, которую они получают в виде дивидендов, — это "реальные деньги", в то время как деньги, которые остались в компании, не обязательно в будущем станут для акционеров реальной ценностью.

Приведенные аргументы настолько распространены и так сильно привлекают к себе внимание, что фондовый рынок, как правило, больше поддерживает компании, которые выплачивают щедрые дивиденды, чем компании, которые либо совсем не выплачивают, либо же выплачивают относительно небольшие дивиденды<sup>[323]</sup>.

За последние 20 лет теория "прибыльного реинвестирования" укрепила свои позиции. Чем выше предыдущие темпы роста прибыли, тем с большей готовностью инвесторы и спекулянты принимают политику низких дивидендов. О справедливости этого факта говорит то обстоятельство, что для многих компаний темпы роста дивидендов — или даже полное отсутствие последних — вообще никак не сказываются на курсе их акций<sup>[324]</sup>.

Яркий пример такого развития ситуации — история корпорации *Texas*

*Instruments*. Рыночная стоимость ее обыкновенных акций выросла с 5 долл. в 1953 году до 256 долл. за одну акцию в 1960 году, тогда как прибыль выросла с 43 центов до 3,91 долл. на одну акцию, а дивиденды вообще не выплачивались. (В 1962 году дивиденды были выплачены, но тогда же прибыль упала до 2,14 долл. и курс также снизился до 49.)

Другой необычный пример — компания *Superior Oil*. В 1948 году она заявила о прибыли в размере 35,26 долл. на одну акцию, 3 долл. выплачивались в качестве дивидендов, а цена одной акции составляла 235 долл. В 1953 году уровень дивидендов снизился до 1 долл., но цена была высокой и составила 660. В 1957 году компания *не выплачивала дивиденды вообще*, но цена акций была уже... 2000 долл.! Курс этих необычных акций в 1962 году снизился до 795, когда прибыль составляла 49,50 долл., а дивиденды — 7,50 долл. [\[325\]](#)

Заметим, что настроения рынка относительно "акций роста" не являются четкими и определенными. Спорные точки зрения можно проиллюстрировать на примере двух крупных корпораций — *American Telephone Telegraph* и *International Business Machines*.

Акции *American Tel. Tel.* рассматриваются рынком как акции, имеющие хорошие перспективы роста прибыли (это подтверждалось тем фактом, что в 1961 году их цена в 25 раз превышала прибыль). Инвестиционная политика компании предусматривает использование прибыли на развитие ее бизнеса. При этом курс акций активно реагировал даже на слухи о грядущем росте дивидендов. В то же время рынок уделял сравнительно мало внимания дивидендной политике компании *IBM*. Дивидендная доходность ее акций в 1960 году составила всего лишь 0,5%, а в 1970 — 1,5%.

Оценка фондовым рынком политики выплаты компанией денежных дивидендов происходит следующим образом. Если основной акцент рынка не делается на факторе роста, то акции оцениваются как "доходные"; таким образом, дивидендная доходность сохраняет свое долгосрочное значение как определяющий фактор при оценке рыночной стоимости акций. С другой стороны, если акции можно четко отнести к категории "акций роста", то их оценка рынком опирается на ожидаемые, допустим, в следующем десятилетии, темпы роста прибыли. При этом коэффициент выплаты дивидендов в расчетах практически не учитывается.

Хотя сказанное и характеризует современное положение дел на фондовом рынке, его нельзя использовать в качестве четкого руководства при операциях со всеми, по крайней мере, с большинством, обыкновенными акциями. Во-первых, многие акции занимают среднюю

позицию между рассмотренными выше двумя категориями акций. Трудно сказать, сколько внимания следует уделять фактору роста в таких случаях, и мнение фондового рынка по этому вопросу может радикально меняться из года в год. Во-вторых, кажется парадоксальным тот факт, что рынок требует от компаний более низких темпов роста прибыли, считая, что они должны выплачивать более щедрые денежные дивиденды. С этими компаниями в целом связывают менее радужные перспективы. Раньше же рынок считал, что чем более процветающей считается компания, тем больше дивидендов от нее можно ожидать.

Мы убеждены, что акционеры должны требовать от руководства своей компании либо нормальных денежных дивидендных выплат (в размере, скажем, две трети прибыли), либо четких доказательств того, что реинвестированная прибыль обеспечивает удовлетворительные темпы роста прибыли в расчете на одну акцию (EPS). Такие доказательства должны предоставляться в случае, если компанию можно четко отнести к категории компаний роста. Но во многих других случаях низкие дивидендные выплаты служат главной причиной того, что курс их акций ниже истинной стоимости. В этом случае акционеры имеют полное право детально изучить положение дел в компании и, возможно, даже высказать недовольство.

Политика низких дивидендных выплат часто практикуется компаниями со слабым финансовым положением, в связи с чем им необходима вся, или практически вся, прибыль (плюс амортизационные отчисления) для выплаты долгов и поддержания прежнего уровня оборотного капитала. В этих случаях акционеры мало что могут сказать, самое большее — покритиковать руководство компании за то, что оно довело ее до такого плачевного состояния.

Иногда низкий уровень выплаты дивидендов малорентабельными компаниями объясняется их намерениями расширить свой бизнес. Нам кажется, что такая политика нелогична по своей природе и требует как полного объяснения, так и убедительного обоснования для ее одобрения акционерами. Акционеры не должны априори, учитывая слабые результаты работы компании, верить в то, что выиграют от расширения бизнеса, предпринятого за их деньги, если дела в компании будут идти по-прежнему посредственно и вести их будет прежнее руководство.

Важно, чтобы инвестор понимал разницу между *подлинными дивидендами в виде акций* и дроблением акций. Последнее представляет собой изменение в структуре обыкновенных акций. Как правило, вместо одной старой акции в обращение выпускаются две или три новые. Эмиссия

новых акций никак не связана с реинвестированием полученной в прошлом прибыли. Цель дробления — установление более низкой рыночной стоимости одной акции. Считается, что более низкий ценовой уровень удобнее для акционеров.

Дробление акций может проводиться за счет операции, которая технически также может называться выплатой дивидендов в виде акций. В этом случае нераспределенная прибыль переводится на счет акционерного капитала. Возможен также вариант, когда происходит простое изменение номинала без изменения состояния счета акционерного капитала в балансе компании<sup>[326]</sup>.

*Подлинными дивидендами в виде акций* следует называть такие дивиденды, которые выплачиваются акционерам в качестве материального свидетельства *конкретной* прибыли, реинвестированной в бизнес в недавнем прошлом — скажем, за предшествующие два года. Согласно принятой сейчас практике, компания переводит определенную величину прибыли на счет акционерного капитала. В большинстве случаев размер дивидендов в виде акций сравнительно мал — не более 5%. По сути, выплата дивидендов в виде акций приводит к результату, схожему с тем, как если бы акционеры получили дивиденды в денежной форме, а затем купили на них дополнительные акции. Все же выплата дивидендов в виде акций имеет важное налоговое преимущество перед комбинацией выплаты денежных дивидендов с правами на подписку акций, что является едва ли не стандартной практикой для коммунальных компаний.

Правилами Нью-йоркской фондовой биржи установлена граница между дроблением акций и выплатой дивидендов в виде акций, составляющая 25%. При этом операции по дроблению акций не обязательно должны сопровождаться переводом средств со счета нераспределенной прибыли на счет акционерного капитала<sup>[327]</sup>. Некоторые компании, особенно банки, все еще придерживаются старой практики объявления выплаты дивидендов в виде акций произвольного размера, к примеру 10%, которые не связаны с недавно полученной прибылью. Эти примеры создают нежелательный беспорядок в финансовом мире.

Мы уже давно защищаем последовательную и четко объявленную политику по отношению к выплате денежных дивидендов и дивидендов в виде акций. В соответствии с ней дивиденды в виде акций периодически выплачиваются для капитализации всей или определенной части прибыли, реинвестированной в бизнес. Такую политику выплаты дивидендов в виде акций — покрывающую 100% реинвестированной прибыли — используют

компания *Purex, Government Employees Insurance* и, может быть, некоторые другие [\[328\]](#).

К практике выплаты дивидендов в виде акций неодобрительно относятся большинство ученых. Они настаивают на том, что такие дивиденды — не что иное, как клочок бумаги, не предоставляющий акционерам никаких прав и влекущие за собой ненужные издержки и неудобства [\[329\]](#). Мы же считаем эту точку зрения слишком теоритизированной, поскольку она не принимает во внимание практическую и психологическую сущность инвестиций. Действительно, периодически выплачиваемые дивиденды в виде акций — в размере, допустим, 5% — изменяют только "форму" инвестиций акционера. Однако и в первом, и во втором случае доля капитала компании, которой он владеет, остается одинаковой. Тем не менее для акционера очень важна форма получения дивидендов, которая имеет для него практическую ценность. Если он захочет превратить в деньги свою долю во вновь реинвестированной прибыли, то может сделать это, продав новый сертификат акций, вместо того чтобы разрывать свой первоначальный сертификат. Он рассчитывает на получение такого же уровня дивидендной доходности по 105 акциям, как и раньше по 100 акциям; 5%-ный уровень денежных дивидендов, без учета выплаты последних в виде акций, не будет отвечать его ожиданиям [\[330\]](#).

Преимущества политики периодических выплат дивидендов в виде акций вполне очевидны по сравнению с обычной практикой коммунальных компаний, которые выплачивают значительные дивиденды в денежной форме. Правда, затем значительная их часть возвращается обратно в компанию в виде платы за вновь выпускаемые акции, которые акционеры покупают, используя права подписки на них [\[331\]](#). Как уже упоминалось, акционеры окажутся точно в такой же ситуации, если получат дивиденды в виде акций вместо популярной комбинации денежных дивидендов, сопровождающихся подпиской на акции, — за исключением того, что по ним отменяется подоходный налог, который выплачивается с денежных дивидендов. Те акционеры, которые хотели бы получить свой доход в денежной форме, могут просто продать полученные акции точно так же, как они продают свои права на подписку новых акций.

Акционеры могут сэкономить приличную сумму, если воспользуются дивидендами в виде акций вместо получения денежных дивидендов и прав на покупку акций. Мы настаиваем на том, чтобы коммунальные компании изменили свою дивидендную политику в этом, благоприятном для

акционеров, направлении, даже если это и снизит налоговые поступления в бюджет страны. Мы убеждены в том, что абсолютно несправедливо повторно облагать налогом доход, который в действительности акционеры не получали, поскольку деньги возвращаются обратно в компанию за счет продажи новых акций<sup>[332]</sup>.

Корпорации, успешно занимающиеся своим бизнесом, постоянно модернизируют свои мощности, выпускаемую продукцию, систему бухгалтерского учета, программы подготовки управленческого персонала, взаимоотношения между сотрудниками. Для них самое время подумать о модернизации своих методов проведения финансовых операций, среди которых далеко не последняя роль отводится дивидендной политике.

## 20. Маржа безопасности — основная концепция инвестиционной деятельности

Мудрец в одной старой легенде свел историю кровавых событий к одной единственной фразе: "И это пройдет"<sup>[333]</sup>. Задавшись подобным желанием представить секрет разумных инвестиций в виде двух слов, мы придумали следующий девиз — МАРЖА БЕЗОПАСНОСТИ. В той или иной степени — где более открыто, а где менее — мы можем наблюдать его присутствие везде, где обсуждаются вопросы инвестиционной политики. Теперь пришло время свести все наши аргументы по этому поводу в единое целое.

Все опытные инвесторы признают, что концепция маржи безопасности важна при выборе качественных облигаций и привилегированных акций. К примеру, прибыль железнодорожной компании (до уплаты налога на прибыль) должна в пять раз превышать объем ее фиксированных платежей на протяжении длительного периода, чтобы ее облигации можно было рассматривать как имеющие инвестиционное качество.

Продемонстрированная компанией в прошлом способность зарабатывать прибыль, размер которой значительно превышает ее процентные выплаты, создает своего рода *маржу безопасности*, которую можно рассматривать в качестве защиты инвестора от потерь или разочарований в случае возможного снижения чистой прибыли компании в будущем. (Маржу, которая превышает постоянные выплаты компании, можно рассматривать и по-другому — к примеру, в виде процента возможного снижения дохода или прибыли, меньше которого у компании будет не хватать прибыли для выплаты процентов, — но основная идея при этом не меняется.)

Инвестор, приобретающий облигации, не рассчитывает на то, что и в будущем его средняя прибыль будет такой же, как и в предыдущем периоде. Если бы он был уверен в этом, то размер необходимой маржи был бы меньше. Аналогично он не полагается и на то, что будущая прибыль будет существенно выше или ниже прибыли в прошлом. Если бы он думал так, то подходил бы к марже безопасности с точки зрения тщательно спрогнозированного значения прибыли в будущем, вместо того чтобы придавать особое значение марже, имевшей место в прошлом.



Исходя из этого задача маржи безопасности состоит в том, что при ее наличии инвестору не нужен точный прогноз. Если значение маржи большое, то этого достаточно, чтобы предположить, что будущая прибыль существенно не снизится по сравнению с ее значениями в предыдущем периоде, и инвесторы будут в достаточной степени защищены от превратностей судьбы.

Маржу безопасности для облигаций можно также рассчитать, сравнивая общую стоимость компании с объемом ее долга. (Подобные расчеты можно выполнить и для привилегированных акций.) Если долг компании составляет 10 млн. долл., а ее собственная стоимость — 30 млн. долл., то компания может потерять две трети своей стоимости, прежде чем держатели облигаций (по крайней мере, теоретически) начнут нести убытки. Объем этого запаса стоимости компании, или "подушки безопасности", превышающей размер долга, можно ориентировочно определить с помощью средней цены обыкновенных акций в течение определенного периода времени. Поскольку средняя цена акций связана со средней способностью компании к зарабатыванию прибыли (или, иными словами, с силой доходности), то маржа "стоимости предприятия" сверх долга и маржа прибыли сверх фиксированных выплат в большинстве случаев должны быть равными.

До сих пор концепция маржи безопасности использовалась для принятия решений в ходе операций с инструментами с фиксированным доходом. Можно ли ее применить и для выбора обыкновенных акций? Да, но для этого необходима определенная модификация.

Можно привести примеры, свидетельствующие о том, что и у обыкновенных акций бывает такая же высокая маржа безопасности, как и у облигаций хорошего инвестиционного качества. Такое может произойти, к примеру, если у компании есть только обыкновенные акции и их совокупная стоимость в силу ряда причин (например, тяжелой экономической ситуации) ниже, чем стоимость облигаций, которые она могла бы выпустить, учитывая ее активы и силу доходности<sup>[334]</sup>. В такой ситуации оказались многие промышленные компании с сильными финансовыми позициями, в условиях падения цен на фондовом рынке в 1932-1933 годах. В этих случаях инвестор может использовать маржу безопасности такого уровня, которая обычно присуща облигациям, *плюс* все шансы на получение более высокого дохода от дивидендов и прироста капитала. (Единственное, что он не получает, так это юридическое право настаивать на выплатах дивидендов или "прочих платежей", но по сравнению с преимуществами эта отрицательная сторона несущественна.)

Обыкновенные акции, которые инвестор купил при таких условиях, будут обеспечивать идеальную, хоть и редкую, комбинацию безопасности и возможности получить прибыль.

В качестве одного из примеров давайте еще раз вспомним акции компании *National Presto Industrial*, общая стоимость которых (т.е. стоимость всей компании) составила в 1972 году 43 млн. долл. Заработав 16 млн. долл. валовой прибыли (до уплаты корпоративного налога на прибыль), компания могла спокойно выпустить облигации в таком объеме.

Покупая обыкновенные акции в качестве объекта инвестиций, следует исходить из маржи безопасности, сопоставимой с ожидаемой силой доходности компании (т.е. доходности акций. — *Примеч. перев.*), которая значительно превышает аналогичный показатель для облигаций. В предыдущих изданиях мы разъясняли эту точку зрения так: "Предположим, что в обычной ситуации сила доходности составляет 9% (прибыль на акцию / цена акции. — *Примеч. перев.*), а доходность облигации равна 4%. В этом случае для покупателя акций среднегодовая маржа составит 5%. Частично она выплачивается акционеру в виде дивидендов. Но даже и в таком виде эта сумма все равно входит в общий инвестиционный результат. Нераспределенная прибыль реинвестируется компанией в развитие своего бизнеса, увеличивая таким образом ее акционерный капитал. Во многих случаях реинвестированная прибыль используется компанией с низкой эффективностью, в результате чего значения силы доходности и цены акций не увеличиваются. (Вот почему У фондового рынка есть упрямая привычка благосклоннее относиться к прибыли, выплаченной в виде Дивидендов, чем оставленной в распоряжении компании<sup>[335]</sup>.) Но если рассматривать картину в целом, можно заметить довольно тесную связь между ростом нераспределенной прибыли и ростом стоимости компании.

За десять лет превышение силы доходности акций над процентной доходностью облигаций может в сумме составить 50% от покупной цены акции. Этого вполне достаточно для обеспечения инвестору весьма существенной маржи безопасности, которая будет предотвращать или минимизировать его убытки. Если каждая из 20 или больше акций в диверсифицированном портфеле инвестора характеризуется такой маржей безопасности, то вероятность благоприятного результата при "вполне нормальных условиях" очень высока. Вот почему соблюдение политики, основанной на поддержании маржи безопасности, не требует от инвестора особой проницательности и дальновидности при операциях с обыкновенными акциями. Если инвестор на протяжении длительного периода приобретает акции при среднем уровне фондового рынка, то в

цене уже присутствует соответствующая маржа безопасности. Опасность для инвесторов состоит в концентрированном приобретении им акций при более высоких уровнях фондового рынка или в покупке непредставительных акций, которые характеризуются более высоким, чем в среднем, риском снижения своей силы доходности".

Как мы видим, сейчас вся проблема покупки инвестором обыкновенных акций (исходя из условий 1972 года) фактически связана с тем, что "в типичном случае" доходность акций теперь намного ниже 9% от цены их покупки<sup>[336]</sup>. Допустим, что пассивный инвестор формирует свой портфель за счет акций крупных компаний с низкими значениями коэффициентов P/E. В этом случае он может найти акции с коэффициентом P/E, равным 12, т.е. и уровень их доходности составляет 8,33%; его дивидендная доходность в среднем составит 4%, а доходность его инвестиций — 4,33% (по отношению к прибыли, реинвестированной от его имени в бизнес компании). С учетом данных расчетов превышение силы доходности акций по сравнению с процентом по облигациям на протяжении десятилетнего периода все еще будет слишком низким для формирования адекватной маржи безопасности. По этой причине мы считаем, что сегодня инвестор сталкивается с реальным риском даже в случае формирования своего диверсифицированного портфеля из обыкновенных акций стабильных компаний.

Риски могут быть полностью снижены возможностями получить прибыль, предоставляемыми инвестору такими акциями. К тому же у инвестора действительно может не быть иного выбора как сформировать такой портфель. Дело в том, что в противном случае, вложив средства в твердопроцентные ценные бумаги, он может подвергнуться даже большему риску, связанному с получением процентных доходов постоянно обесценивающимися долларами. В любом случае инвестору следует понимать (и относиться к этому как можно более философски), что существовавшая раньше комбинация хороших возможностей получить прибыль и незначительного конечного риска больше недоступна для него<sup>[337]</sup>.

Однако риск уплаты слишком высокой цены за акции хорошего качества хоть и реален, но все-таки не выступает главным источником опасности, с которым сталкивается средний инвестор. Многолетние наблюдения позволили сделать вывод, что основные потери инвесторов обусловлены покупкой ценных бумаг *низкого качества* во времена благоприятной экономической ситуации. Инвесторы принимают хорошее

значение текущей доходности за эквивалент "силы доходности" и считают, что благосостояние — это синоним безопасности. Именно так обстояло дело в те годы, когда облигации и привилегированные акции котировались по ценам, близким к номиналу, потому что приносили инвесторам более высокий уровень доходности или имели обманчиво привлекательные конверсионные привилегии. В это время, в силу хороших показателей роста прибыли на протяжении двух или трех лет, курс обыкновенных акций неизвестных компаний также может значительно превышать стоимость их материальных активов.

Покупка такого рода ценных бумаг не позволяет инвестору создать адекватную маржу безопасности. Он должен проверять коэффициенты покрытия процентных выплат и привилегированных дивидендов на протяжении ряда лет, желательно включая и период, когда бизнес ведется в условиях, отклоняющихся от нормальных (например, в 1970-1971 годах). Этот же подход используется и для анализа значений прибыли на одну акцию, если на ее основе рассчитывается сила доходности акции. Следовательно, большинство инвестиций, осуществленных в благоприятных условиях, при благоприятных ценах на фондовом рынке, обречены испытывать пагубное влияние снижения цен, когда на горизонте появляются тучи — и даже часто до этого. Инвестор также не может с уверенностью рассчитывать на то, что его позиции восстановятся после подъема фондового рынка (хотя это в определенных случаях и происходит), если он не сумел создать маржу безопасности для преодоления трудностей во время падения фондового рынка.

Философия инвестирования в "акции роста" одновременно и соответствует, и противоречит требованиям соблюдения принципа маржи безопасности. Вкладывая средства в "акции роста", инвестор рассчитывает на то, что ожидаемая сила их доходности превысит ее среднее значение, отмеченное в прошлом периоде. Можно сказать, что при расчете маржи безопасности он использует значение ожидаемой доходности вместо фактически достигнутой в последнее время. В инвестиционной теории нет правил, запрещающих допускать, что тщательно спрогнозированное значение будущей прибыли будет менее надежным, чем ее фактические показатели за предыдущие периоды времени. И действительно, мы видим, что в ходе анализа ценных бумаг все больше внимания уделяется использованию компетентных оценок будущих коэффициентов. Поэтому при выборе "акций роста", так же как и при обычных инвестициях, вполне можно ориентироваться на маржу безопасности, но при условии, что инвестор использует консервативный подход при составлении прогнозов, а

размер самой маржи можно считать удовлетворительным.

Опасность же при выборе "акций роста" заключается, в основном, в следующем. На фондовом рынке существует тенденция установления на "акции роста" цен такого уровня, который не может быть оправдан с точки зрения консервативных прогнозов будущей прибыли. (Основное правило разумной инвестиционной деятельности гласит, что все оценки, отличающиеся от прошлых значений, должны слегка корректироваться в сторону их уменьшения.) Уровень маржи безопасности всегда зависит от цены приобретения акций. Она будет большой при одном уровне цен, небольшой — при более высоком курсе и вовсе исчезнет при еще более высоком курсе. Если же среднее значение курсов большинства "акций роста" слишком высокое для обеспечения адекватной маржи безопасности для покупателя, то использование простой методики формирования диверсифицированного портфеля не даст удовлетворительного результата. Инвестору необходимо будет дополнительно изучить акции каждой компании, чтобы убедиться в том, что их инвестиционные качества перевешивают риски, связанные с высоким ценовым уровнем фондового рынка.

Суть концепции маржи безопасности становится более очевидной, если мы попробуем применить ее к недооцененным (выгодным) акциям. В этом случае, по определению, мы получаем благоприятную разницу между ценой, с одной стороны, и их истинной стоимостью — с другой. Эта разница и представляет собой маржу безопасности. Она предназначена для того, чтобы "самортизировать" результат ошибочных расчетов или падения курса акции ниже среднерыночного уровня. Покупатель выгодных акций делает особый акцент на способности этих инвестиций "держаться удар" при неблагоприятном развитии ситуации на фондовом рынке. В большинстве случаев он не испытывает особого энтузиазма по поводу перспектив роста цен этих акций. И если перспективы определенно плохие, то инвестор будет избегать их покупать, независимо от того, насколько низким будет их курс. Но среди недооцененных акций есть много таких, о будущем которых ничего нельзя сказать точно — есть у них перспективы роста или нет. Если при их покупке соблюден достаточный уровень маржи безопасности, то инвестор может быть уверен в том, что даже определенное (от небольшого до среднего) снижение силы доходности акций не обязательно приведет к серьезному ухудшению показателей его деятельности. Маржа безопасности в этом случае выполнит свою задачу.

## ***Теория диверсификации***

Концепция маржи безопасности тесно связана с принципом диверсификации. Даже если маржа безопасности той или иной акции выглядит удовлетворительно, все равно нет никаких гарантий, что сам выбор этой акции был верным. Единственное, что гарантирует маржа, — это то, что у инвестора больше шансов получить прибыль, чем понести убытки, а не то, что их вообще не будет. Однако чем больше акций в портфеле, тем выше вероятность того, что суммарная прибыль будет больше суммарных убытков. Именно на этой основе строится андеррайтинговый бизнес.

Диверсификация — признанный принцип консервативного инвестирования. Его широкое распространение означает, что инвесторы на деле признают концепцию маржи безопасности, рука об руку с которой идет диверсификация. Эту точку зрения можно проиллюстрировать, сославшись на рулетку. Если человек ставит 1 долл. на какой-то отдельный номер, то ему выплачивают 35 долл. в случае выигрыша, но шансы проиграть составляют 37 к 1. У игрока — "негативная маржа безопасности". В его случае диверсификация глупа. Чем больше цифр, на которые он ставит, тем меньше у него шансов получить прибыль. Если игрок постоянно ставит по 1 долл. на каждое число (включая 0 и 00), то он, скорее всего, будет терять 2 долл. при каждом повороте рулетки. Но представьте, что победитель получает 39 долл. вместо 35. В этом случае у него есть небольшая, но важная маржа безопасности. Таким образом, увеличение цифр, на которые он делает ставки, повышает его шансы на выигрыш. И он может выигрывать 2 долл. за каждую игру, просто делая ставку в 1 долл. на все цифры. (Кстати, представленные примеры фактически описывают соответствующие позиции игрока и казино с рулеткой, на которой имеются цифры 0 и 00<sup>[338]</sup>).

## ***Критерии инвестирования и спекуляции***

Поскольку нет единого общепринятого определения понятия "инвестиционная деятельность", специалисты могут давать такое

определение, которое им больше всего нравится. Многие из них отрицают существование какой-либо полезной с практической точки зрения разницы между концепциями инвестирования и спекуляции. Мы думаем, что такая позиция пагубна, поскольку поощряет врожденную склонность людей к спекуляции на фондовом рынке. Мы думаем, что концепцию маржи безопасности можно использовать в качестве стандарта при определении различия между инвестированием и спекуляцией.

Вполне возможно, что большинство спекулянтов, испытывая свою судьбу, верят в то, что звезды на их стороне, и поэтому не обращают внимание на маржу безопасности. Спекулянт чувствует, что наступило благоприятное время для покупки, или что его способности лучше, чем у остальных участников рынка, или что его консультант либо система игры заслуживают доверия. Но такие претензии уж очень неубедительны. Спекулянты полагаются на субъективные оценки, не подтвержденные очевидным опытом или убедительными рассуждениями. Мы очень сильно сомневаемся в том, что о человеке, который ставит на будущий рост (или падение) рынка, можно сказать, что он защищен маржей безопасности.

И наоборот, инвестиционная концепция маржи безопасности, уже рассмотренная в этой главе, основана на простых и четких математических расчетах, с использованием статистических данных. Мы также верим в то, что этот подход достаточно хорошо подтверждается и практическим опытом в сфере инвестирования. Не существует гарантий, что этот фундаментальный количественный подход и в дальнейшем будет обеспечивать благоприятные результаты в условиях неопределенности в будущем. Но у нас нет и веских причин для пессимистических высказываний по этому поводу.

Таким образом, можно подытожить, что истинное инвестирование предполагает использование настоящей маржи безопасности, которая должна иметь количественное измерение, быть убедительно обоснованной и подтверждаться практикой.

### ***Развитие концепции инвестирования***

Чтобы закончить нашу дискуссию о сути маржи безопасности, мы должны определить различие между обычными и специфическими инвестиционными инструментами. Обычные инвестиционные

инструменты — те, из которых формируются типичные инвестиционные портфели. Под ними понимаются правительственные ценные бумаги и обыкновенные акции высокого инвестиционного качества, по которым выплачиваются дивиденды. Добавим к этой группе также штатные и муниципальные облигации, не облагаемые налогом на прибыль. Кроме того, сюда входят те первоклассные корпоративные облигации, которые могут принести большую доходность, чем правительственные сберегательные облигации.

Специфические инвестиционные инструменты — те, которые подходят только активному инвестору. В эту группу входит большое количество ценных бумаг. Наиболее широкая категория — недооцененные обыкновенные акции компаний "второго эшелона", которые мы рекомендуем для приобретения в момент их продажи на две трети или даже дешевле их истинной стоимости. Кроме того, существует довольно широкий выбор корпоративных облигаций среднего качества и привилегированных акций, котирующихся по столь низким ценам, что они могут быть куплены со значительным дисконтом. В этих случаях типичный инвестор склонен рассматривать свои операции как спекулятивные, поскольку отсутствие первоклассного рейтинга, по его мнению, равносильно отсутствию инвестиционных характеристик у ценных бумаг.

Мы считаем, что достаточно низкая цена может превратить ценную бумагу посредственного качества в хороший объект для инвестирования. Для этого инвестор должен обладать необходимой информацией, иметь опыт, а также использовать принципы диверсификации при формировании своего портфеля. Так, если цена достаточно низкая для создания значительной маржи безопасности, то ценная бумага отвечает нашим критериям инвестирования. Наш пример благоприятных условий связан с облигациями компаний, занимающихся операциями с недвижимостью. В 1920-х годах выпуски облигаций на общую сумму в миллиарды долларов продавались по номинальной стоимости и настоятельно рекомендовались в качестве стабильного объекта для вложения средств. Большая часть компаний — эмитентов этих облигаций имела настолько низкое превышение своей стоимости над долгом, что эти облигации, по сути, были высокоспекулятивными ценными бумагами. В годы Великой депрессии по огромному количеству этих облигаций не выплачивались проценты, их цена обвалилась — в некоторых случаях до 10 центов на доллар номинала. Те же консультанты, которые рекомендовали их для приобретения по номинальной стоимости в качестве стабильных инвестиций, в этой ситуации рассматривали их как ценные бумаги наиболее спекулятивного и



непривлекательного типа. Но фактически падение цены примерно на 90% сделало многие из них особо привлекательными и действительно безопасными, так как истинная их стоимость была в четыре или пять раз выше котировок фондового рынка<sup>[339]</sup>.

Тот факт, что покупка этих облигаций на самом деле приводит к тому, что обычно называют "огромной спекулятивной прибылью", не мешает им (с учетом их низких цен) иметь качества действительных инвестиций. "Спекулятивная" прибыль была наградой для покупателя за тщательно разработанную операцию на фондовом рынке. Рассматриваемые нами облигации вполне попадали под категорию "*инвестиционных возможностей*", поскольку тщательный анализ показал наличие значительной маржи безопасности, обусловленной превышением действительной стоимости облигаций над их ценой. Таким образом, ценные бумаги, составляющие класс т.н. "благоприятных инвестиций" (т.е. ценных бумаг, приобретенных при благоприятных экономических условиях. — *Примеч. ред.*), который, как уже было сказано, служит основным источником серьезных потерь для наивных покупателей, может стать источником прибыли для опытного инвестора, который может купить их позже по более привлекательной цене<sup>[340]</sup>.

Все "особые случаи" попадают под наше определение инвестиционных операций, поскольку покупка ценных бумаг всегда основывается на результатах тщательного анализа, предусматривающих дальнейший их значительный рост, позволяющий выручить за них гораздо больше, чем было уплачено. И опять же, каждый отдельный случай содержит свои факторы риска, но они предусмотрены в расчетах и покрываются общими результатами диверсифицированных операций.

Чтобы довести нашу дискуссию до логического завершения, предположим, что пассивные инвестиционные операции могут включать и покупку варрантов, которые продаются по низким ценам. (Это плохой пример<sup>[341]</sup>.) Стоимость таких варрантов основывается на возможности того, что соответствующие акции могут в один день вырасти в цене, т.е. стать выше цены исполнения варранта. Поскольку все инвестиции основываются на разумных будущих ожиданиях, важно рассматривать эти варранты исходя из того, что в будущем "бычий" фондовый рынок приведет к значительному росту их истинной стоимости и цены. На основе соответствующего анализа приходим к выводу, что в таких операциях можно больше выиграть, чем проиграть, а шансы получить в итоге прибыль выше шансов получить убыток. Если это так, то и здесь существует маржа

безопасности. Достаточно активный инвестор в таком случае мог бы включить операции с варрантами в категорию специфических инвестиций [342].

## **Итоги**

Чтобы быть разумным, инвестирование должно напоминать *обычный бизнес*. Интересно наблюдать, как многие способные бизнесмены пытаются проводить операции на Уолл-стрит, полностью игнорируя все разумные принципы ведения бизнеса, с помощью которых им удалось достичь успеха в своем собственном деле. Аксиому каждой корпорации лучше всего представлять в виде свидетельства о частичной собственности на ее бизнес. И если человек хочет получить прибыль от приобретения и продажи акции, то должен представить себя в роли директора-основателя компании, руководить которой следует с учетом общепринятых принципов ведения бизнеса.

Первый и наиболее очевидный принцип бизнеса гласит: "Знай, что ты делаешь, — знай свой бизнес". Для инвестора это означает следующее: не старайся заработать сверхприбыль (т.е. получить доходность выше нормального процентного или дивидендного дохода) на своем "бизнесе" по купле-продаже ценных бумаг, если только не знаешь так же много об их стоимости, как о стоимости любого другого товара, сделку по которому тебе предлагают заключить.

Второй принцип бизнеса: "Не позволяй никому другому заниматься твоим бизнесом, кроме случаев, когда ты, во-первых, можешь наблюдать за его деятельностью с должным вниманием и пониманием или, во-вторых, у тебя есть чрезвычайно важные причины быть уверенным в его честности и способностях". Для инвестора это правило определяет условия, при которых он позволит кому-то другому принимать решения о том, что делать с его деньгами.

Третий принцип бизнеса гласит: "Не начинайте дело, т.е. производство товара или торговлю им, пока не убедитесь, что у вас есть хорошие шансы на получение достаточной прибыли. Особенно избегайте рискованных дел, в которых вы можете выиграть мало, а проиграть много". Для активного инвестора этот принцип говорит о том, что прибыль должна основываться не на оптимизме, а на четких расчетах. Каждому инвестору следует

понимать, что если он ограничивает свою доходность небольшой величиной (процентом по обычным облигациям или дивидендами по привилегированным акциям), то у него должны быть убедительные доказательства того, что он не рискует значительной частью своего капитала.

Четвертый принцип бизнеса звучит более оптимистично: "Будьте уверены в своих знаниях и опыте. Если вы сделали вывод на основе фактов и знаете, что ваши рассуждения разумны, действуйте исходя из этого — даже если другие будут сомневаться или думать по-иному". (Вы не можете быть правы или ошибаться только потому, что толпа не соглашается с вами. Вы правы потому, что ваши сведения и ваши доводы правильные.) То же самое происходит и в мире ценных бумаг: мужество становится особой движущей силой при наличии соответствующих знаний и проверенных суждений.

К счастью для типичного инвестора, чтобы достичь успеха, совсем не обязательно владеть всеми этими качествами — при условии, что он, во-первых, согласует свои амбиции со своими возможностями и, во-вторых, идет исключительно безопасной и узкой дорогой обычного пассивного инвестирования. Получить удовлетворительные результаты в инвестиционной деятельности проще, чем это представляется большинству людей. Достичь же выдающихся успехов сложнее, чем это кажется.

# Комментарии

## 1. Суперинвесторы из Деревни Грэхема и Додда

Уоррен Баффет

*Примечание редактора. Эта статья — отредактированная версия лекции, прочитанной в Колумбийском университете в 1948 году к 15-летию издания книги Бенджамина Грэхема и Дэвида Л. Додда Security Analysis. В ней впервые были представлены идеи, впоследствии изложенные в книге Разумный инвестор. Эссе Баффета замечательно показывает нам то, как последователи Грэхема использовали его подход к инвестированию и насколько феноменальным был их успех на фондовом рынке.*

Является ли подход Грэхема и Додда, основанный на "поиске финансовых инструментов, величина стоимости которых по отношению к их цене такова, что позволяет получить значительную маржу безопасности", устаревшим в рамках сегодняшнего анализа ценных бумаг? Многие профессора, из-под пера которых выходят книги по анализу ценных бумаг, выступают именно с таким утверждением. По их мнению, фондовый рынок эффективен, т.е. цены акций отображают все, что известно о перспективах компаний и о состоянии экономики. Не существует недооцененных акций, утверждают эти теоретики, поскольку есть мудрые финансовые аналитики, которые используют всю доступную им информацию, чтобы убедиться в обоснованности цен. Инвесторам же, которым из года в год удается обеспечивать доходность своих вложений выше среднерыночной, просто везет. "Если цены полностью отображают доступную информацию, навыки инвестирования такого рода просто теряют смысл", — пишет один из авторов нынешних учебников.

Да, может быть. Но я хочу рассказать вам о группе инвесторов, доходность инвестиций которых из года в год оказывается выше доходности фондового индекса Standard Poor's 500 stock. Гипотезу о том, что им это удастся лишь благодаря везению, во всяком случае, стоит проверить. Решающим в такой проверке должен стать тот факт, что всех победителей я хорошо знаю и все они известны как выдающиеся

инвесторы. Именно с такой репутацией они работали на фондовом рынке еще 15 лет назад. Без этого условия, т.е. если бы я вдруг сегодня начал поиск среди тысячи имен с целью выбрать несколько из них, то посоветовал бы вам прервать чтение этой книги прямо сейчас. Следует также отметить, что все записи результатов их деятельности за многие годы подвергались проверке. Кроме того, я знал многих, кто инвестировал деньги под руководством этих менеджеров, и мне известны их доходы на протяжении указанного периода.

Прежде чем начать наше исследование, попрактикуемся в азах теории вероятности. Предположим, что мы попросили каждого из 225 миллионов американцев каждое утро подбрасывать монетку. Если они получают определенный результат, то выигрывают доллар у тех, кто получил противоположный результат. Каждый день проигравшие выпадают из числа участников, и в определенный день можно подсчитать все выигрыши. После десяти попыток подбросить монетку на протяжении десяти дней в США будет примерно 220 тысяч тех, кто подбросил монетку правильно десять раз подряд. Каждый из них выигрывает чуть больше 1000 долларов.

Теперь эта группа, скорее всего, начнет немного задаваться, что так свойственно человеческой натуре. Они могут пытаться быть скромными, но время от времени на вечеринках все же будут объяснять присутствующим, в чем же состоит их подход и каких чудесных результатов им удается достичь в подбрасывании монет.

Предположим, что победители и дальше получают соответствующее вознаграждение от проигравших. Через десять дней у нас будет всего 215 человек, каждый из которых успешно подбросил монету 20 раз подряд. Каждый из них при этом превратил один доллар в сумму, ненамного превышающую 1 млн. долл. В итоге 225 млн. долл. было бы проиграно, и эти же 225 млн. долл. были бы выиграны.

После этого члены группы просто потеряют голову. Они, наверно, будут писать книги "Как я превратил один доллар в миллион за двадцать дней, уделяя работе тридцать секунд рано утром". Хуже того, скорее всего, они начнут ездить по все стране, устраивая семинары по эффективному подбрасыванию монет и набрасываясь на скептически настроенных профессоров с вопросом: "Если этого не может быть, то почему двумстам пятнадцати из нас удалось это осуществить?"

И вот тогда какой-нибудь профессор бизнес-школы в довольно грубой форме скажет, что если привлечь к аналогичной задаче 225 миллионов орангутангов, результат будет таким же. Мы получим 215 самовлюбленных

орангутангов, которым удалось 20 раз подряд удачно подбросить монету.

Я все же хочу предупредить о том, что *существует* ряд важных различий в примерах, которые я собираюсь представить вашему вниманию. Во-первых, если:

а) вы возьмете 225 орангутангов, территориально распределенных примерно так же, как население США,

б) 215 победителей будут выигрывать и дальше и

в) вы определите, что 40 из них из одного зоопарка в Омахе, то у вас появится уверенность в том, что вы попали на какой-то след. А потому вы пойдете и спросите владельца зоопарка, чем же он их кормит, делают ли орангутанги какие-то специальные упражнения, какие книги они читают и т.д., и т.п. Таким образом, если вы определите действительно необычную концентрацию успеха, вам захочется убедиться в том, можно ли выявить и концентрацию необычных характеристик, которые могут быть причиной успеха.

Обычно такие примеры сопровождают научные исследования. Если вы попытались проанализировать возможные причины редких типов рака (1500 случаями в США) и определили, что 400 из них имели место в небольшом шахтерском городке Монтана, то вы очень заинтересуетесь составом воды в этой местности или же профессией тех, у кого возникла эта болезнь, или другими факторами. Вполне очевидно, что цифра 400 не может быть случайной для маленькой территории, и вы не обязательно будете знать причины, но будете знать, где их нужно искать.

Признаюсь вам, что существуют и иные, кроме географических, способы определения причин какого-либо явления. В дополнение к географическим могут существовать и такие, которые я называю *интеллектуальными источниками*. Думаю, вы сможете увидеть, что непропорциональное количество успешных любителей подбрасывания монет в инвестиционном мире ведут свое происхождение из очень маленькой интеллектуальной деревни, которую можно назвать Деревней Грэхема и Додда. Большую группу победителей, которая сложилась не случайно, можно найти именно в этой интеллектуальной деревне.

Однако могут существовать условия, которые сведут на нет усилия даже такой группы. Предположим, что 100 человек просто подражали какой-то очень убедительной личности в подбрасывании монеты. Когда у этой личности выпадал орел, 100 последователей автоматически заявляли, что у них монета выпала точно так же. Если лидер в итоге оказался в составе итоговой группы из 215 человек, тот факт, что 100 его последователей — такого же интеллектуального происхождения, ни о чем

не будет говорить. Вы сможете рассматривать один случай как 100 случаев. Аналогично давайте предположим, что вы живете в очень патриархальном обществе и каждая семья в Соединенных Штатах Америки состоит из десяти человек. Дальше предположим, что патриархальная культура была настолько сильной, что в тот день, когда 225 миллионов вышли подбрасывать монетку впервые, каждому из сыновей звонил отец. А теперь, по истечении 20-дневного срока, когда у вас есть 215 победителей, выяснилось, что они происходят из 21,5 семей. Наивные личности могут сказать, что это свидетельствует об огромном наследственном факторе, который и объясняет столь успешное подбрасывание монет. Но, конечно же, этот фактор вообще не будет важен, поскольку будет просто свидетельствовать о том, что у вас не 215 индивидуальных победителей, а лишь 21,5 случайно распределенных семей, которые стали победителями.

В группе успешных инвесторов, которую я хочу представить вашему вниманию, был один общепризнанный патриарх — Бен Грэхем. Но дети, которые вышли из дома этого интеллектуального патриарха, подбрасывали монеты по-разному. Они разъехались в разные места, покупали и продавали разные акции и компании, но все же, в общем, их результаты нельзя объяснить случаем. Просто нельзя объяснить на практике, что все они одинаково подбрасывали монетку только потому, что лидер давал им сигнал о том, какой у него в этом случае был результат. Патриарх просто разработал теорию для принятия решений в процессе подбрасывания монет, а каждый его последователь по-своему решал, как ему применять эту теорию.

Действия инвесторов из Деревни Грэхема и Додда объединяло следующее теоретическое правило: они искали различие в *стоимости* бизнеса и в *цене* отдельных его частичек на фондовом рынке. В сущности, они использовали эти различия для собственной выгоды, не обращая внимание на мнения приверженцев теории эффективности фондового рынка по поводу того, в какой день недели стоит покупать акции — в понедельник или в четверг, в каком месяце — в январе или в июле, и т.д. Кстати, когда бизнесмены покупают компании — а это то, что стоит за покупкой акций компаний инвесторами из селения Грэхема и Додда, — думаю, многие из них улыбнулись бы, услышав о том, что сделка должна состояться в определенный день недели или месяц. Если не имеет никакого значения, когда покупать компании — в понедельник или в пятницу, я не понимаю, почему ученые тратят столько времени и усилий на то, чтобы убедиться, как влияет то или иное время на покупку небольших долей бизнеса. Не стоит и говорить о том, что инвесторы из Деревни Грэхема и

Додда не обсуждают коэффициенты beta ценовую модель рынка капитала или ковариацию доходности различных акций. Их просто не интересуют эти показатели. Фактически большинству из них будет даже трудно объяснить эти понятия. Инвесторы акцентируют свое внимание только на двух факторах — цене и стоимости.

Я всегда считал необычным тот факт, что усилиями приверженцев технического анализа было проведено так много исследований поведения курсов акций и объемов торговли ими. Можете вообразить себе покупку всего бизнеса просто потому, что его цена значительно увеличилась по сравнению с прошлой или с позапрошлой неделей? Конечно же, причина проведения множества исследований, в которых рассматриваются цены и объемы, — то, что сегодня, в компьютерный век, доступны практически нескончаемые ряды данных. И дело не в том, нужны ли такие исследования, а в том, что есть данные и есть ученые, которые потратили много усилий на приобретение математических навыков, необходимых для манипулирования этими данными. Поскольку такие навыки уже приобретены, кажется неразумным не использовать их, даже если это не приносит никакой пользы вообще или, наоборот, обеспечивает отрицательную полезность. Как сказал один из моих друзей, для человека с молотком все выглядит, как гвоздь.

Думаю, стоит проанализировать группу инвесторов, которую мы выявили по признаку общего интеллектуального "дома". Кстати, несмотря на все научные исследования влияния таких переменных, как цена, объем, сезонность, размеры капитализации и т.п., на состояние акций, никакого внимания не было уделено анализу методов столь необычной концентрации победителей, ориентированных на изучение стоимости финансовых инструментов.

Я начну это исследование результатов с рассмотрения группы инвесторов, которые работали в *Graham-*

*Newman Corporation* с 1954 по 1956 год. Их было только четверо — я не выбирал эти имена из тысяч. Я предложил свои услуги корпорации *Graham-Newman* бесплатно после того, как посетил занятие, проводимое Грэхемом, но он отклонил мое предложение как переоцененное. Пришлось долго надоедать ему, прежде чем он все-таки нанял меня. Было трое партнеров и четверо нас — "пахарей". Все четверо ушли с 1955 по 1957 год, когда фирма была ликвидирована, и сейчас можно представить информацию о троих.

В качестве первого примера рассмотрим деятельность Уолтера Шлосса



(см. табл. 1). Уолтер никогда не учился в колледже, но прослушал вечерние курсы Бена Грэхема при Нью-Йоркском институте финансов. Уолтер ушел из корпорации *Graham-Newman* в 1955 году и достиг показателей, которые представлены здесь, за 28 лет.

Вот что было написано об Уолтере в журнале *Supermoney* (1972 год): "У него не было связей или доступа к полезной информации. Фактически никто на Уолл-стрит не знает его, и он не выдает никакие идеи. Он ищет цифры в сборниках и выписывает годовые отчеты, и это все.

Представляя мне его (Шлосса), Уорен, как мне кажется, дал ему хорошую характеристику: "Он никогда не забывает о том, что имеет дело с деньгами других людей, и это усиливает его обычное сильное неприятие потерь". Для него характерны абсолютная честность и реалистичное представление о себе. Деньги реальны для него и ценные бумаги также реальны — и из этого проистекает его приверженность принципу "маржи безопасности".

Уолтер придерживается чрезмерной диверсификации, поскольку постоянно владеет больше чем 100 акциями. Он знает, как выявить акции, которые продаются значительно ниже их реальной стоимости для частного собственника. И это все, что он делает. Он не беспокоится о том, январь ли сейчас, о том, какой день недели сегодня, равно как его не волнует то, будут ли выборы в текущем году. Он просто говорит, что если бизнес стоит один доллар, а он может купить его за 40 центов, значит, может получить от этого какую-то выгоду. И он делает это снова и снова. У него гораздо больше акций, чем у меня, и он намного меньше интересуется бизнесом компаний, акциями которых владеет. Видимо, мое влияние на Уолтера не очень значительно. Это одна из его сильных сторон — никто не может ощутимо повлиять на него.

Второй пример — Том Кнэпп, который также работал в компании *Graham-Newman* вместе со мной. До войны он изучал химию в Принстоне, а после войны постоянно развлекался и проводил время на пляже. Однако в один прекрасный день он прочел о том, что Дейв Додд проводит в Колумбийском университете вечерние курсы по инвестированию. Том воспользовался случаем, и в результате после курсов настолько заинтересовался этим предметом, что поступил в Колумбийскую школу бизнеса, где получил степень магистра. Он опять прослушал курс Додда, а затем и курс Бенджамина Грэхема. Кстати, через 35 лет я позвонил Тому, чтобы проверить некоторые из указанных фактов и нашел его опять на пляже. Разница лишь в том, что теперь это уже его пляж!

В 1968 году Том Кнэпп и Эд Андерсон, также приверженец Грэхема,

вместе с еще одним или двумя приятелями с аналогичными убеждениями, организовали корпорацию *Tweedy, Browne Partners*, результаты деятельности которой представлены в табл. 2. Результаты *Tweedy, Brown* основаны на очень широкой диверсификации. Они иногда покупали контрольный пакет акций, но результаты от пассивных инвестиций равны результатам от инвестиций в контрольный пакет акций.

В табл. 3 описана деятельность третьего представителя группы, который в 1957 году организовал *BuffettPartnership Ltd.* Лучшее, что он мог сделать, — выйти из этой компании в 1969 году. С того времени компания *Berkshire Hathaway* в известной степени стала преемницей *Partnership*. Нет отдельного показателя, который можно было бы представить в качестве справедливой оценки инвестиционного менеджмента в корпорации *Berkshire*. Но я думаю, что какой бы цифрой ни выразить эту оценку, она все равно будет удовлетворительной.

В табл. 4 представлены результаты деятельности инвестиционного фонда *Sequoia*, которым управляет человек, которого я встретил в начале 1951 года на курсах Бена Грэхема, — Билл Руейн. После окончания Гарвардской школы бизнеса он пришел на Уолл-стрит. Вскоре он понял, что ему нужно получить настоящее образование в области бизнеса, а потому пришел на курсы Бена в Колумбийском университете, где мы и встретились. Результаты Билла с 1951 по 1970 год, когда он работал с относительно небольшими суммами, намного превышали среднюю доходность фондового рынка. Когда я вышел из *Buffett Partnership*, то попросил Билла организовать инвестиционный фонд для управления капиталом всех наших партнеров. Потому он и учредил инвестиционный фонд *Sequoia*. Это произошло в тяжелое время, как раз в момент моего ухода из *Partnership*. Просто чудо, что мои партнеры не только остались с ним, но и дополнительно инвестировали капитал, получив при этом хорошую доходность.

И сейчас я не могу говорить о просчетах или какой-то непредусмотрительности. Билл был единственным человеком, которого я рекомендовал моим партнерам, и на сегодняшний день я могу с уверенностью сказать, что если бы он по доходности превосходил средний уровень *Standard Poor's* на 4 процентных пункта в год, то это уже можно было бы считать очень хорошим показателем. А результаты Билла были намного выше, причем при постоянно возрастающих суммах. Последний фактор очень усложняет ситуацию, поскольку размер — это якорь финансового состояния. Об этом даже не стоит спорить. Это не значит, что вы не можете обеспечивать доходность выше средней по фондовому рынку,

если компания растет. Это свидетельствует о сокращении маржи безопасности. И если вам когда-то придется управлять 2 трлн. долл., что равно всему капиталу, оборачивающемся в экономике, не думайте, что ваши результаты будут при этом выше средних!

Стоит добавить, что в представленных вашему вниманию записях за весь этот период в портфелях практически не было дублирования. Эти люди отбирали ценные бумаги исходя из различий в цене и стоимости, но свой отбор осуществляли совершенно по-разному. Наибольшими владениями Уолтера были такие, как *Hudson Pulp Paper*, *Jeddo Highland Coal*, *New York Trap Rock Company* и другие, которые сразу же приходят на ум даже случайному читателю бизнес-страниц. Эти данные не отображают тот случай, когда один парень выбрасывает орел и 50 человек вслед за ним поступают точно так же.

В табл. 5 представлены результаты моего друга, выпускника Гарвардской юридической школы, который создал одну из крупнейших юридических фирм. Я встретился с ним примерно в 1960 году и рассказал

о том, что юриспруденция хороша в качестве хобби, а он может заниматься более полезными делами. Он учредил партнерство как раз напротив компании Уолтера. Его портфель был сконцентрирован на весьма незначительном количестве ценных бумаг, потому его результаты были более переменчивыми, хоть и основывались на использовании аналогичного принципа "цена-стоимость". Он был согласен с колебаниями своих результатов, и потому кажется мне человеком, чья психика исключительно концентрирована, что приводит к наглядным результатам. Это показатели Чарли Мангера, моего давнего партнера по операциям в *Berkshire Hathaway*. Но когда он основал свое партнерство, то состав ценных бумаг в его портфеле практически полностью отличался от моего и от портфелей других приятелей, упомянутых в этих записях.

В табл. 6 дана характеристика деятельности моего приятеля Чарли Мангера и Рика Герина, который также не был выпускником бизнес-школы. Его специальностью в *USC* была математика. После выпуска он устроился в *IBM* и работал торговым представителем корпорации на протяжении некоторого времени. После того, как я добрался до Чарли, Чарли добрался до Рика. Это показатели деятельности Рика Герина. Его доходность с 1965 по 1983 год по сравнению с общей доходностью фондового индекса *Standard Poor's* на уровне 316% составила 22200.

Один любопытный момент: для меня очень необычен факт, что идея приобретения одного доллара за 40 центов либо сразу же находит отклик в

душе человека, либо просто игнорируется им. Это как прививка. Если эта идея сразу не захватывает человека, думаю, вы можете говорить с ним на протяжении многих лет, показывать ему результаты, и это все равно не будет иметь для него никакого значения. Такие люди просто не могут понять эту концепцию в том виде, в котором она существует. Зато такие личности, как Рик Герин, без формального образования в сфере бизнеса, сразу понимают подход инвестирования на основе принципа "цена-стоимость" и используют его уже через пять минут. Я еще не видел никого, кто бы радикально изменил свое отношение к этому подходу на протяжении десятилетия. И дело даже не в коэффициенте умственного развития и не в уровне образования. Это либо мгновенное признание, либо ничто.

В табл. 7 представлены показатели деятельности Стэна Перлметера. Специализацией Стэна в Мичиганском университете были гуманитарные науки. Он был партнером в рекламном агентстве *Bozell Jacobs*. В Омахе мы, кажется, даже работали в одном здании. В 1965 году ему стало ясно, что я лучше, чем он, преуспеваю в бизнесе, поэтому он забросил рекламное дело. И опять же, было достаточно пяти минут, чтобы Стэн принял стоимостный подход.

Перлметер не обладает таким состоянием, как Уолтер Шлосс. У него нет такого капитала, как у Билла Руейна. Их показатели представлены независимо. Но каждый раз, когда Перлметер покупает акции, он поступает так потому, что приобретает за свои деньги больше, чем платит. Это единственное, о чем он думает. Он не смотрит в квартальные прогнозы, не изучает прогнозную доходность на следующий год, не думает о том, какой сегодня день недели, не беспокоится о том, что говорится в том или ином инвестиционном исследовании, не интересуется текущей ценой, объемом или чем-то еще. Он просто спрашивает: "А сколько же в действительности стоит этот бизнес?"

В табл. 8 и 9 приведены результаты деятельности пенсионных фондов, в которых у меня были инвестиции. Я выбрал их из десятков пенсионных фондов, с которыми у меня были связи. Это лишь два пенсионных фонда, на которые я оказал влияние. В обоих случаях я управлял ими в соответствии с работой менеджеров, ориентированных на подход "цена-стоимость". Очень и очень немногими пенсионными фондами управляли с этих позиций. В табл. 8 представлен пенсионный фонд *Washington Post Company*. Раньше он был связан с одним крупным банком, и я предположил, что для них было бы лучше отобрать менеджеров, придерживающихся стоимостной ориентации.

Как видно, все они после соответствующих изменений оказались в числе наиболее успешных. Пенсионный фонд *Post* рекомендовал менеджерам размещать как минимум 25% капитала в облигациях, хотя сами менеджеры не обязательно пришли бы к такому решению. А потому я также представил результаты и по облигациям, просто чтобы проиллюстрировать, что эту группу нельзя считать особым экспертом в области облигаций (они бы, во всяком случае, не причислили себя к таковым). Даже удерживая 25% капитала в сфере, которая не была их родной областью, они все равно принадлежали к наиболее успешным пенсионным фондам. Опыт *Washington Post* представлен не очень длительным периодом, но все же приведено много инвестиционных решений, осуществленных его тремя управляющими, которые не были известны раньше.

В табл. 9 содержится информация о пенсионном фонде *FMC Corporation*. Мне не довелось управлять и центом этого фонда, но в 1974 году я действительно повлиял на решение назначить менеджеров, ориентированных на концепцию "цена-стоимость". До этого времени они выбирали менеджеров по такому же принципу, как и большинство крупных компаний. Сейчас они занимают первое место в исследовании Бекером пенсионных фондов на протяжении всего периода, который соответствует "переориентации" на ценово-стоимостную концепцию. В прошлом году в разное время в течение года у них было восемь управляющих капиталом. Семь из них в целом показали доходность выше средней по фондовому индексу *Standard Poor's*. В прошлом году все восемь обеспечили более высокую доходность, чем фондовый индекс *Standard Poor's*. Чистая разница между средней и фактической доходностью по пенсионному фонду *FMC* за этот период составила 243 млн. долл. *FMC* связывает эту разницу с новым подходом к отбору управляющих фондами. Я не обязательно выбрал бы именно тех управляющих, но им понятен общепринятый знаменатель, в соответствии с которым осуществляется отбор ценных бумаг, основанный на их стоимости.

Это и есть результаты девяти любителей "подбрасывания монет" из Деревни Грэхема и Додда. Я не выбирал их из тысячи и не претендую на то, чтобы представить вашему вниманию группу призеров лотереи — людей, о которых никто и никогда не слышал, пока они не выиграли в лотерею. Я выбрал этих людей много лет назад в соответствии с их подходом к принятию решений в области инвестирования. Я знал, чему их обучили, и к тому же, имел свое собственное представление об уровне их интеллекта, характере и темпераменте. Очень важно понимать, что эта

группа подвергалась намного меньшему риску, чем среднему по фондовому рынку; обратите внимание на годы, на протяжении которых фондовый рынок был в целом слабым. Особенность их стиля инвестирования означает, что эти инвесторы в мыслях всегда покупают бизнес компании, а не просто приобретают ее акции. Немногие из них когда-либо покупают весь бизнес; намного чаще они просто покупают небольшую долю в бизнесе. Но их отношение не зависит от того, покупают они всю компанию или же лишь небольшую долю, и неизменно остается одинаковым. Некоторые из них владеют портфелем с десятками акций. У других в портфеле их меньше. Но все они используют разницу между рыночной ценой бизнеса и его внутренней, действительной стоимостью.

Я убежден, что фондовый рынок в значительной степени неэффективен. Эти инвесторы из Деревни Грэхема и Додда успешно использовали разницу между ценой и стоимостью. Если на цену акции может оказать влияние "толпа" Уолл-стрит и курс акции зашкаливает благодаря наиболее эмоциональному участнику фондового рынка, или самому жадному, или наиболее подавленному, сложно утверждать, что рыночные цены всегда определяются разумно. В действительности, рыночные цены часто непредсказуемы.

Мне хотелось бы высказать одну очень важную мысль относительно риска и вознаграждения. Иногда между риском и вознаграждением существует позитивная корреляция. Допустим, кто-то скажет мне: "У меня шестизарядный револьвер, и я вставил в него один патрон. Ты можешь просто повернуть его и сразу же выстрелить себе в лоб? Если ты выживешь, я дам тебе миллион долларов". Я откажусь — возможно, аргументируя тем, что одного миллиона в этом случае недостаточно. Потом он может предложить мне пять миллионов за то, чтобы я дважды нажал спусковой курок, — и это будет позитивная корреляция между риском и вознаграждением!

Прямо противоположный ход рассуждений справедлив для ценово-стоимостного подхода к инвестированию. Если вы покупаете долларовый счет за 60 центов, это более рискованно, чем приобретать тот же долларовый счет за 40 центов, но ожидание вознаграждения выше именно в последнем случае. Чем выше потенциал для вознаграждения в ценово-стоимостном портфеле, тем ниже риск.

Еще один небольшой пример. Рыночная стоимость всех акций компании *Washington Post* в 1973 году составляла 80 млн. долл. В то же время в этот день вы могли продать ее активы любому из десяти покупателей не меньше, чем за 400 млн. долл., а может быть, и намного

дороже. Компания владела такими изданиями, как *Post*, *Newsweek*, а также несколькими телекомпаниями на основных рынках. Сегодня все это имущество стоит уже 2 млрд. долл., а потому человек, уплативший 400 млн., не был сумасшедшим.

Если же представить, что цена ее акций в дальнейшем будет падать, что приведет к рыночной оценке компании в 40 млн. долл. вместо 80 млн., то коэффициент *beta* будет даже расти. А для людей, которые рассматривают именно его в качестве оценки риска, — чем ниже цена, тем выше риск. Вот вам и "Алиса в Стране Чудес". Я никогда не мог понять, почему более рискованно покупать имущество, которое в действительности стоит 400 млн. долл., за 80 млн., особенно если сделать это, купив отдельно десять частей стоимостью 40 млн. долл. каждая по 8 млн. за единицу. Поскольку вы реально не управляете этими активами на 400 млн. долл., то, естественно, хотите удостовериться в том, что имеете дело с честными и действительно компетентными людьми, но это не так уж и сложно.

Кроме того, у вас должны быть определенные знания, позволяющие произвести самые общие оценки, касающиеся стоимости бизнеса интересующей вас компании. Но вам не нужно подходить близко к этой отметке. Именно это подразумевал Бен Грэхем под понятием маржи безопасности. Вы не должны покупать бизнес, который стоит 83 млн. долл., за 80 млн. Вы должны оставлять себе значительную маржу безопасности. Когда вы строите мост, то рассчитываете, что он может выдержать 30 тысяч фунтов, но при этом позволяете пересекать его только трейлерам весом 10 тысяч фунтов. Такой же принцип действует и в сфере инвестирования.

В завершение хочется сказать, что те из вас, кто обладает наиболее предприимчивым складом ума, могут удивляться, зачем я пишу эту статью. Ведь чем больше вновь обращенных, тем *уже* спред между ценой и стоимостью. Я могу лишь сказать, что секрет был раскрыт еще 50 лет назад, когда Бенджамин Грэхем и Дэйв Додд написали книгу *Security Analysis*, и все же на протяжении 35 лет я не заметил особой тенденции к массовому использованию ценово-стоимостного подхода в инвестировании, к которому сам обращался на протяжении всего этого времени. Скорее всего, в этом случае срабатывают такие черты человеческого характера, в соответствии с которыми нам нравится усложнять простые вещи. Научный мир, если такой существует, фактически отказался от преподавания ценово-стоимостной идеи инвестирования больше 30 лет назад. Такая практика, скорее всего, сохранится и в дальнейшем. Однако всегда будут существовать огромные различия между ценой и рыночной стоимостью, а те, кто читает своих

Грэхема и Додда, и дальше будут преуспевать.

**Таблица 1. Уолтер Дж. Шлосс (%)**

Год	Общая доходность индекса S P, включая дивиденды	Общая доходность партнеров с ограниченной ответственностью WJS за год	Общая доходность партнерства WJS за год		
1956	7,5	5,1	6,8	Доходность фондового индекса Standard Poog's за 28,25 года	88%
1957	-10,5	-4,7	-4,7		-
1958	42,1	42,1	54,6	Доходность партнеров с ограниченной ответственностью WJS за 28,25 года	66%
1959	12,7	17,5	23,3		
1960	-1,6	7,0	9,3	Доходность партнерства WJS за 28,25 года	23%
1961	26,4	21,6	28,8		
1962	-10,2	8,3	11,1	Среднегодовая доходность индекса Standard Poog's за 28,25 года	8,4
1963	23,3	15,1	20,1		
1964	16,5	17,1	22,8	Среднегодовая доходность партнеров с ограниченной ответственностью WJS за 28,25 года	16,



1965	13,1	26,8	35,7
1966	-10,4	0,5	0,7
1967	26,8	25,8	34,4
1968	10,6	26,6	35,5
1969	-7,5	-9,0	-9,0
1970	2,4	-8,2	-8,2
1971	14,9	25,5	28,3
1972	19,8	11,6	15,5
1973	-14,8	-8,0	-8,0
1974	-26,6	-6,2	-6,2
1975	36,9	42,7	52,2
1976	22,4	29,4	39,2
1977	-8,6	25,8	34,4
1978	7,0	36,6	48,8
1979	17,6	29,8	39,7
1980	32,1	23,3	31,1
1981	6,7	18,4	24,5

Среднегодовая доходность партнерства 21,3% W. 28,25 года

На протяжении всей с истории в портфеле партнерства находилось более 800 акций и практически всегда количество позиций составляло, как минимум 100. В настоящее время в управлении компании находится активов на примерно 45 млн. дол. Разница между доходностью партнеров с ограниченной ответственностью обусловлена платой за управление активами компании.

1982	20,2	24,1	32,1
1983	22,8	38,4	51,2
<i>I</i>			
квартал 2,3 1984		0,8	1,1

**Таблица 2. Tweedy, Browne Inc. (%)**

<b>Год (заканчивается 30 сентября)</b>	<b>Фондовый индекс Dow Jones*</b>	<b>Фондовый индекс S and P*</b>	<b>Общая доходность ТВК</b>	<b>Доходность партнеров ТВК с ограниченной ответственностью</b>
1968 (9 месяцев)	6,0	8,8	27,6	22,0
1969	-9,5	-6,2	12,7	10,0
1970	-2,5	-6,1	-1,3	-1,9
1971	20,7	20,4	20,9	16,1
1972	11,0	15,5	14,6	11,8
1973	2,9	1,0	8,3	7,5
1974	-31,8	-38,1	1,5	1,5
1975	36,9	37,8	28,8	22,0
1976	29,6	30,1	40,2	32,8
1977	-9,9	-4,0	23,4	18,7
1978	8,3	11,9	41,0	32,1
1979	7,9	12,7	25,5	20,5
1980	13,0	21,1	21,4	17,3
1981	-3,3	2,7	14,4	11,6
1982	12,5	10,1	10,2	8,2
1983	44,5	44,3	35,0	28,2
Общая доходность за 15,75 года (%)	191,8	238,5	1661,2	936,8
Среднегодовая доходность Standard Poor's за 15,75 года (%)			7,0	
Среднегодовая доходность ТВК Limited Partners за 15,75 года (%)			16,0	

Среднегодовая доходность ТВК Overall за 15,75 года (%) 20,0

\* Включая дивиденды.

**Таблица 3. *Buffett Partnership, Ltd.* (%)**

<b>Год</b>	<b>Общая доходность фондового индекса Доу-Джонса</b>	<b>Доходность партнерства</b>	<b>Доходность партнеров с ограниченной ответственностью</b>
1957	-6,4	10,4	9,3
1958	38,5	40,9	32,2
1959	20,0	25,9	20,9
1960	-6,2	22,8	18,6
1961	22,4	45,9	35,9
1962	-7,6	13,9	11,9
1963	20,6	38,7	30,5
1964	18,7	27,8	22,3
1965	14,2	47,2	36,9
1966	-15,6	20,4	16,8
1967	19,0	35,9	28,4
1968	7,7	58,8	45,6
1969	-11,6	6,8	6,6
<b>Доходность нарастающим итогом (%):</b>			
1957	-8,4	10,4	9,3
1957-1958	26,9	55,6	44,5
1957-1959	52,3	95,9	74,7
1957-1960	42,9	140,6	107,2
1957-1961	74,9	251,0	181,6
1957-1962	61,6	299,8	215,1
1957-1963	94,9	454,5	311,2
1957-1964	131,3	608,7	402,9
1957-1965	164,1	943,2	588,5

1957-1966	122,9	1156,0	704,2
1957-1967	165,3	1606,9	932,6
1957-1968	185,7	2610,6	1403,5
1957-1969	152,6	2794,9	1502,7
Среднегодовая доходность (%)	7,4	29,5	23,8

**Таблица 4. Sequoia Fund, Inc. (%)**

Год	Среднегодовое изменение <sup>[343]</sup>	
	Sequoia Fund	Фондовый индекс S P 500 <sup>[344]</sup>
1970 (с 15 июля)	12,1	20,6
1971	13,5	14,3
1972	3,7	18,9
1973	-24,0	-14,8
1974	-15,7	-26,4
1975	60,5	37,2
1976	72,3	23,6
1977	19,9	-7,4
1978	23,9	6,4
1979	12,1	18,2
1980	12,6	32,3
1981	21,5	-5,0
1982	31,2	21,4
1983	27,3	22,4
1984 (первый квартал)	-1,6	-2,4
Доходность за весь период (%)	775,3	270,0
Среднегодовая доходность (%)	17,2	10,0
Плюс 1% за предоставление услуг по управлению	1,0	
Совокупная инвестиционная доходность (%)	18,2	10,0

**Таблица 5. Чарльз Мангер (%)**

Год	Mass. Inv. Trust	Investors Stock	Lehman	Tri- Cont.	Фондовый индекс Доу- Джонса	Доходность партнерства	Дох пар огр. отв
Доходность в каждом году (1)	-9,8	-13,4	-14,4	-12,2	-7,6	30,1	20,1
1962	20,0	16,5	23,8	20,3	20,6	71,7	47,8
1963-1964	15,9	14,3	13,6	13,3	18,7	49,7	33,1
1965	10,2	9,8	19,0	10,7	14,2	8,4	6,0
1966	-7,7	-9,9	-2,6	-6,9	-15,7	12,4	8,3
1967	20,0	22,8	28,0	25,4	19,0	56,2	37,5
1968	10,3	8,1	6,7	6,8	7,7	40,4	27,0
1969	-4,8	-7,9	-1,9	0,1	-11,6	28,3	21,3
1970	0,6	-4,1	-7,2	-1,0	8,7	-0,1	-0,1
1971	9,0	16,8	26,6	22,4	9,8	25,4	20,6
1972	11,0	15,2	23,7	21,4	18,2	8,3	7,3
1973	-12,5	-17,6	-14,3	-21,3	-23,1	-31,9	-31,
1974	-25,5	-25,6	-30,3	-13,1	-13,1	-31,5	-31,
1975	32,9	33,3	30,8	44,4	44,4	73,2	73,2
Доходность нарастающим итогом (2)							
1962	-9,8	-13,4	-14,4	-12,2	-7,6	30,1	20,1
1962-1963		0,9	6,0	5,6	11,5	123,4	77,5
1962-1964	25,4	15,3	20,4	19,6	32,4	234,4	136,
1962-1965	38,2	26,6	43,3	32,4	51,2	262,5	150,
1962-1966	27,5	14,1	39,5	23,2	27,5	307,5	171,
1962-1967	53,0	40,1	78,5	54,5	51,8	536,5	273,
1962-1968	68,8	51,4	90,5	65,0	63,5	793,6	373,
1962-1969	60,7	39,4	86,9	65,2	44,5	1046,5	474,
1962-1970	61,7	33,7	73,4	63,5	57,1	1045,4	474,

1962-1971	76,3	56,2	119,5	100,1	72,5	1336,3	592,
1962-1972	95,7	79,9	171,5	142,9	103,9	1455,5	642,
1962-1973	71,2	48,2	132,7	91,2	77,2	959,3	405,
1962-1974	27,5	40,3	62,2	38,4	36,3	625,6	246,
1962-1975	69,4	47,0	112,2	87,4	96,8	1156,7	500,
Среднегодовая доходность (%)	3,8	2,8	5,5	4,6	5,0	19,8	13,7

**Таблица 6. Pacific Partners, Ltd. (%)**

Год	Фондовый индекс S P 500	Доходность партнеров с ограниченной ответственностью	Доходность партнерства
1965	12,4	21,2	32,0
1966	-10,1	24,5	36,7
1967	23,9	120,1	180,1
1968	11,0	114,6	171,9
1969	-8,4	64,7	97,1
1970	3,9	-7,2	-7,2
1971	14,6	10,9	16,4
1972	18,9	12,8	17,1
1973	-14,8	-42,1	-42,1
1974	-26,4	-34,4	-34,4
1975	37,2	23,4	31,2
1976	23,6	127,8	127,8
1977	-7,4	20,3	27,1
1978	6,4	28,4	37,9
1979	18,2	36,1	48,2
1980	32,3	18,1	24,1
1981	-5,0	6,0	8,0
1982	21,4	24,0	32,0
1983	22,4	18,6	24,8
Доходность фондового индекса Standard Poor's за 28,25 года (%)			316,4

Доходность партнеров с ограниченной ответственностью за 28,25 года (%)	5530,2
Доходность партнерства за 28,25 года	22200,0
Среднегодовая доходность фондового индекса Standard Poor's за 28,25 года (%)	7,8
Среднегодовая доходность партнеров с ограниченной ответственностью за 28,25 года (%)	23,6
Среднегодовая доходность партнерства за 28,25 года (%)	32,9

**Таблица 7. *Perimeter Investments* (%)**

Год	Доходность PИL	Доходность партнеров с ограниченной ответственностью	
01.08-31.12.1965	40,6	32,5	Общая доходность партнерства (01.08.1965—31.10.1983) 4277,2 %
1966	6,4	5,1	Общая доходность партнеров с ограниченной ответственностью (01.08.1965-31.10.1983) 2309,5 %
1967	73,5	58,8	Среднегодовая доходность партнерства 23,0%
1968	65,0	52,0	Среднегодовая доходность партнеров с ограниченной ответственностью 19,0%
1969	-13,8	-13,8	Фондовый индекс Dow Jones Industrial Average на 31.07.1965 (приблизительно) 882
1970	-6,0	-6,0	Фондовый индекс Dow Jones Industrial Average на 31.10.1983 (приблизительно) 1225
1971	55,7	49,3	Приблизительные среднегодовые темпы роста DJI (с учетом дивидендов) 7%
1972	23,6	18,9	
1973	-28,1	-28,1	
1974	-12,0	-12,0	
1975	38,5	38,5	
01.01-			

31.10.1976	38,2	34,5
01.11.1976- 31.10.1977	30,3	25,5
01.11.1977- 31.10.1978	31,8	26,6
01.11.1978- 31.10.1979	34,7	28,9
01.11.1979- 31.10.1980	41,8	34,7
01.11.1980- 31.10.1981	4,0	3,3
01.11.1981- 31.10.1982	29,8	25,4
01.11.1982- 31.10.1983	22,2	18,4

**Таблица 8. The Washington Post Company, Master Trust по состоянию на 31 декабря 1983 года**

	За текущий квартал		По результатам года		По результатам двух лет*		По ре
	Доходность (%)	Ранг	Доходность (%)	Ранг	Доходность (%)	Ранг	трех л Доход (%)
Все инвестиции							
Управляющий А	4,1	2	22,5	10	20,6	40	18,0
Управляющий Б	3,2	4	34,1	1	33,0	1	28,2
Управляющий В	5,4		22,2	11	28,4	3	24,5
Master Trust в целом	3,9		28,1	1	28,2	1	24,3
Обыкновенные акции							
Управляющий	5,2		32,1	9	26,1	27	21,2



А							
Управляющий	3,6		52,9	1	46,2	1	37,8
Б							
Управляющий	6,2		29,3	14	30,8	10	29,3
В							
Master Trust в целом	4,7		41,2	1	37,0	1	30,4
Облигации							
Управляющий	2,7	8	17,0	1	26,6	1	19,0
А							
Управляющий	1,6	46	7,6	48	18,3	53	12,7
Б							
Управляющий	3,2	4	10,4	9	24,0	3	18,9
В							
Master Trust в целом	2,2	11	9,7	14	21,1	14	15,2
Облигации и денежные эквиваленты							
Управляющий	2,5	15	12,0	5	16,1	64	15,5
А							
Управляющий	2,1	28	9,2	29	17,1	47	14,7
Б							
Управляющий	3,1	6	10,2	17	22,0	2	21,6
В							
Master Trust, в целом	2,4	14	10,2	17	17,8	20	16,2

*\* Годовые показатели.*

*Ранговые показатели свидетельствуют о результативности инвестиционного фонда применительно к ценным бумагам, входящим в генеральную совокупность А.С. Веcker.*

*Ранг определяется как процентиль: 1 — самому лучшему показателю успешности; 100 — самому худшему.*

**Таблица 9. Ежегодная доходность пенсионного фонда FMC**

**Corporation (%)**

Конец периода	1год	2 года	3 года	4 года	5 лет	6 лет	7 лет	8 лет	9 лет
<b>ФМС (акции вместе)</b>									
1983	23,0								17,1
1982	22,8	13,6	16,0	16,6	15,5	12,3	13,9	16,3	
1981	5,4	13,0	15,3	13,8	10,5	12,6	15,4		
1980	21,0	19,7	16,8	11,7	14,0	17,3			
1979	18,4	14,7	8,7	12,3	16,5				
1978	11,2	4,2	10,4	16,1					
1977	-2,3	9,8	17,8						
1976	23,8	29,3							
1975	35,0					18,5 только акции			
<b>(Becker plan)</b>									
1983	15,6								12,6
1982	21,4	11,2	13,9	13,9	12,5	9,7	10,9	12,3	
1981	1,2	10,8	11,9	10,3	7,7	8,9	10,9		
1980	20,9	NA	NA	NA	10,8	NA			
1979	13,7	NA	NA	NA	11,1				
1978	6,5	NA	NA	NA					
1977	-3,3	NA	NA						
1976	17,0	NA							
1975	24,1								
<b>Фондовый рынок S P 500</b>									
1983	22,8								15,6
1982	21,5	7,3	15,1	16,0	14,0	10,2	12,0	14,9	
1981	-5,0	12,0	14,2	12,2	8,1	10,5	14,0		
1980	32,5	25,3	18,7	11,7	14,0	17,5			
1979	18,6	12,4	5,5	9,8	14,8				
1978	6,6	-0,8	6,8	13,7					
1977	1,7	6,9	16,1						

1976	23,7 30,3
1975	37,2

## **2. Важные правила налогообложения прибыли от инвестиционных операций и операций с ценными бумагами (в 1972 году)**

**Примечание редактора.** В связи с тем, что правила, о которых идет речь, существенно изменились, этот документ рассматривается исключительно в качестве исторического материала. В 1972 году информация, представленная Бенджаминем Грэхемом, была правильной. Но дальнейшее развитие событий сделало в нынешних условиях этот документ неприменимым. Потому изначальное Приложение 2 представлено далее в виде пересмотренной и обновленной версии "Основ инвестиционного налогообложения", которые предлагают читателю современный взгляд по каждому из соответствующих правил.

### **Правило 1. Проценты и дивиденды**

Проценты и дивиденды облагаются налогом как обычный доход за исключением, во-первых, дохода, полученного по облигациям штатов, муниципалитетов или аналогичным облигациям, которые освобождены от уплаты федерального налога, но могут подвергаться налогообложению в рамках штата; во-вторых, дивидендов, которые являются прибылью на капитал; в-третьих, некоторых видов дивидендов, которые выплачиваются инвестиционными компаниями (см. далее); в-четвертых, первых 100 долл. дивидендов, которые выплачиваются обычными отечественными корпорациями.

### **Правило 2. Доход и потери от изменения капитала**

Краткосрочные доход и потери от изменения капитала суммируются для расчета чистого краткосрочного капитального дохода или потерь. Долгосрочные доход и потери от изменения капитала суммируются для расчета чистого долгосрочного капитального дохода или потерь. Если чистый краткосрочный капитальный доход превышает чистый долгосрочный капитальный убыток, то 100% этого превышения должны включаться в доход. Максимальный размер налога для такого дохода составляет 25% для суммы до 50 тыс. долл. и 35% на оставшуюся сумму дохода.

Чистый капитальный убыток (объем, который превышает капитальный доход) вычитается из обычного дохода в сумме максимум 1000 долл. в текущем году и на протяжении следующих пяти лет. Кроме того, неиспользованные убытки могут быть перенесены на любой период для снижения капитальных доходов. (Перенесение убытков, которые имели место до 1970 года, рассматривается более либерально, чем убытки более поздних периодов.)

***Примечание относительно "регулируемых инвестиционных компаний"***

Большинство инвестиционных фондов ("инвестиционных компаний") используют преимущества специальных пунктов налогового законодательства, которые позволяют им выплачивать налоги по такому же принципу, как и товариществам. А потому, если они получают прибыль от долгосрочных ценных бумаг, то могут распределять ее как "капитальный Доход в виде дивидендов", о котором акционеры заявляют так же, как и о долгосрочном доходе. С помощью такого подхода удастся устанавливать более низкий процент для налога на прибыль, чем для обычных налогов. И наоборот, такие компании могут сделать выбор в пользу 25%-го налога в конце каждого периода для своих акционеров, чтобы оставить баланс капитального дохода без изменения, т.е. не распределять его в качестве капитального дохода в виде дивидендов.

***3. Основы инвестиционного налогообложения (материалы обновлены в соответствии с законодательством 2003 года)***

***Проценты и дивиденды***

Проценты и дивиденды облагаются налогом в соответствии с уровнем налога на ваш обычный доход за исключением: во-первых, дохода, полученного по муниципальным облигациям, освобожденным от уплаты федерального налога, но которые могут облагаться налогом в рамках штата; во-вторых, дивидендов, которые являются прибылью на капитал; в-третьих, распределения долгосрочного капитального дохода, который выплачивается взаимными инвестиционными фондами (более подробно читайте далее). Муниципальные облигации частных организаций, даже в рамках взаимных инвестиционных фондов, могут облагаться федеральным налогом на прибыль по альтернативной минимальной ставке.

### ***Доход и потери от изменения капитала***

Краткосрочные доход и потери от изменения капитала суммируются для расчета чистого краткосрочного капитального дохода или потерь. Долгосрочные доход и потери от изменения капитала суммируются для расчета чистого долгосрочного капитального дохода или потерь. Если чистый краткосрочный доход превышает чистый долгосрочный капитальный убыток, то это превышение рассматривается как обычный доход. Если же получен чистый долгосрочный капитальный доход, то он облагается налогом по ставкам для капитального дохода, обычно составляющим 20%, которые снизятся до 18% для инвестиций, осуществленным после 31 декабря 2000 года, и которыми владеют более пяти лет.

Чистый капитальный убыток вычитается из обычного дохода в размере максимум 3000 долл. по итогам текущего года. Все капитальные убытки, которые превышают эту сумму, могут использоваться в следующих налоговых периодах для уменьшения будущего капитального дохода.

### ***Взаимные инвестиционные фонды***

Имея статус "регулируемых инвестиционных компаний", практически все взаимные инвестиционные фонды используют преимущества специальных пунктов налогового законодательства, которые освобождают их от уплаты корпоративного налога на прибыль. После продажи долгосрочных ценных бумаг взаимные инвестиционные фонды могут распределить доход как "капитальный доход в виде дивидендов", которые акционеры считают долгосрочной прибылью. Такой доход облагается налогом по более низкой (обычно 20%), чем обычные дивиденды (до 39%), ставке. Вам следует избегать новых инвестиций в крупных размерах на протяжении четвертого квартала каждого года, потому что именно в этот период обычно распределяются эти капитальные доходы. Иначе вы вынуждены будете платить налог на заработанную инвестиционным фондом прибыль еще до того, как фактически получите ее.

## ***4. Новый характер спекуляций с обыкновенными акциями*** [\[345\]](#)

То, о чем я скажу, отражает мой многолетний опыт работы на Уолл-стрит. Прежде всего, это периодически повторяющееся появление новых условий или новой атмосферы на фондовом рынке, которые бросают вызов

всему опыту. Справедливо отмечено, что один из аспектов, которые отличают экономику, финансы и анализ ценных бумаг от прочих практических дисциплин, — неопределенность относительно возможности использовать прошлый опыт в качестве основы для действий сегодня или в будущем. И все же мы не имеем никакого права игнорировать уроки прошлого, пока хотя бы не изучим и не поймем их. Сейчас я попытаюсь сделать шаг к такому пониманию в отдельной сфере, в частности, попробую выделить некоторые противоречивые связи между прошлым и настоящим с точки зрения нашего основополагающего отношения к инвестированию и спекуляциям с обыкновенными акциями.

Сначала я кратко изложу суть моего выступления. В прошлом спекулятивные черты обыкновенных акций обуславливались, главным образом, деятельностью самой компании. Они возникали благодаря неопределенности ее бизнеса, явным слабым сторонам отрасли или же индивидуальным характеристикам самой корпорации. Эти спекулятивные черты все еще, конечно же, существуют, но можно сказать, что они значительно ослабели вследствие действия ряда факторов, о которых я дальше упомяну. Однако вместо них появились новые и более важные спекулятивные черты обыкновенных акций, имеющие *внешний* источник происхождения. Они возникают благодаря позиции и точке зрения как индивидуальных инвесторов, которые приобретают акции, так и их консультантов — особенно финансовых аналитиков. Их отношение можно выразить следующим образом: "Особый акцент на будущих ожиданиях".

Ничто не может быть более логичным и естественным для этой аудитории, чем идея, что стоимость и цена обыкновенных акции должны исходить из ожидаемой в будущем результативности работы компании. Но все же концепция, которая на первый взгляд кажется очень простой, содержит в себе много парадоксов и подвохов. Во-первых, она уничтожает значительную часть старых, прочно устоявшихся различий между инвестированием и спекуляцией. В словаре говорится, что слово "спекуляция" происходит от латинского *specula*, что обозначает место на крыше для наблюдения. Так вот, спекулянт именно тем и занимается, что высматривает и видит события до того, как их увидят другие люди. Но и сегодня, если инвестор достаточно хитер или же пользуется услугами хороших консультантов, он также должен предвидеть будущее или же "взбираться на крышу и плечом к плечу" со спекулянтом всматриваться в будущее.

Во-вторых, можно обнаружить, что в большинстве своем компании с наилучшими инвестиционными характеристиками, например с самым

высоким кредитным рейтингом, — это те, кому обычно удается вызвать наибольший спекулятивный интерес к своим акциям, поскольку каждому кажется, что они гарантированно обеспечат чудесное будущее.

В-третьих, концепция перспектив, и в частности постоянного роста в будущем, призывает к использованию формул из высшей математики для оценки текущей стоимости акций — фаворитов рынка. Но комбинация точных формул с очень неточными предположениями может использоваться для того, чтобы установить или даже оправдать практически любую, сколь угодно высокую, стоимость, которую можно придумать для действительно выдающихся акций. Но, как ни парадоксально, именно этот факт при ближайшем рассмотрении означает, что ни одно из значений стоимости (или ее диапазона) для компании рассчитать нельзя. Дело в том, что иногда фондовый рынок может оценивать компонент роста удивительно *низко*.

Возвращаясь к разграничению старых и новых спекулятивных черт в обыкновенных акциях, можно охарактеризовать их двумя странными, но удобными словами: эндогенные и экзогенные. Давайте вкратце рассмотрим старые спекулятивные обыкновенные акции. Для этого возьмем акции компаний *American Can* и *Pennsylvania Railroad* за 1911-1913 годы. (Этот пример рассматривается в книге Бенджамина Грэхема и Дэвида Л. Додда *Security Analysis*, McGraw-Hill, 1940, p. 2-3.)

За эти три года разброс цен акций *Pensy* составлял от 53 до 65, т.е. они соответственно в 12,2 и 15 раз превышали ее среднюю прибыль за этот период. Прибыль компании была стабильной, она выплачивала надежные дивиденды в размере 3 долл. Инвесторы были уверены, что реальные активы компании в расчете на одну акцию превышают ее номинальную стоимость, равную 50 долл. И напротив, курс акций компании *American Can* колебался от 9 до 47, а прибыль — от 7 центов до 8,86 долл. на одну акцию. Значение коэффициента P/E за три года изменилось с 1,9 до 10. Дивиденды компания вообще не выплачивала. Опытные инвесторы были обеспокоены тем, что за 100 долл. номинальной стоимости акции ничего не стоит, поскольку номинальная стоимость привилегированных акций была выше стоимости реальных активов компании. Таким образом, обыкновенные акции компании *American Can* были примером спекулятивных акций, поскольку в то время была спекулятивно капитализированной компанией, действующей в отрасли с непостоянными условиями ведения бизнеса. Фактически же у компании *American Can* было более чем прекрасное долгосрочное будущее по сравнению с компанией *Pennsylvania Railroad*, но в то время инвесторы и спекулянты даже не

подозревали об этом, а если бы кто-то и высказал подобные прогнозы, то они были бы отброшены как не соответствующие инвестиционной политике и программам 1911-1913 годов.

Приведем еще один пример, связанный с долгосрочными перспективами инвестиционной деятельности. Для этого мне хотелось бы использовать нашу самую замечательную гигантскую промышленную компанию — корпорацию *International Business Machines*, которая в прошлом году вошла в небольшую группу компаний с объемом продаж 1 млрд. долл. Могу ли я сделать небольшое автобиографическое отступление, чтобы холодные цифры окрасились личностным опытом? В 1912 году я на время оставил колледж, чтобы принять участие в исследовательском проекте для компании *US. Express*. Мы собирались определить влияние предложенной новой революционной системы расчета тарифов ускоренной доставки на объем прибыли. Для этого мы использовали т.н. машины Холлерита, предоставленные в аренду некой *Computing-Tabulating-Recording Company*. Они состояли из карточных перфораторов и устройств для сортировки перфокарт — аппаратура, на то время почти неизвестная бизнесменам, но пользовавшаяся спросом и применявшаяся главным образом в Бюро по переписи населения. Я пришел на Уолл-стрит в 1914 году, а уже в следующем году облигации и обыкновенные акции *Computing-Tabulating-Recording Company* котировались на Нью-йоркской фондовой бирже. Да, у меня было что-то вроде сентиментальной заинтересованности в этой компании, и кроме того, я считал себя своего рода экспертом по их продукции, будучи одним из немногих финансистов, которые видели и использовали ее. А потому в 1916 году я пришел к управляющему моей фирмы, известному по кличке Мистер А.Н., и показал ему, что акции *Computing-Tabulating-Recording Company* продавались примерно за 45 долл. (105 тысяч акций); прибыль на одну акцию составляла 6,50 долл. в 1915 году; их балансовая стоимость — с учетом, кстати, некоторых неотделяемых нематериальных активов — 130 долл. Я показал ему, что компания начала выплачивать 3 доллара в качестве дивидендов, и я оцениваю на достаточно высоком уровне как продукцию компании, так и ее перспективы. Мистер А.Н. посмотрел на меня с жалостью: "Бен, — сказал он, — не говори мне больше об этой компании. Я не притронусь к ней даже десятифутовым шестом. (*Его любимое выражение.*) Ее 6%-ные облигации продавались ниже 80, и они не обладают необходимым качеством. Как можно считать, что ее акции — выгодный объект для инвестиций? Все знают, что они ничем не подкреплены, кроме как "водой". (*Пояснения.* В те дни это было окончательным признанием непригодности. Оно



свидетельствовало о фиктивности статьи активов в балансе. Акции многих промышленных компаний — в особенности *U.S. Steel*, несмотря на их номинал в 100 долл., были ни чем иным, как "водой". Поскольку в их основе не было "ничего", кроме силы доходности и будущих перспектив, ни один уважающий себя инвестор дважды не задумался бы о них.)

Я, смиренный молодой человек, вернулся в мою удобную комнату. Мистер А.Н. был не только опытным и успешным, но и очень прозорливым. А потому я был настолько впечатлен его полным неодобрением выпуска акций *Computing-Tabulating-Recording Company*, что за всю свою жизнь не купил ни одной акции этой компании, даже после того, как в 1926 году ее имя было изменено на *International Business Machines*.

А теперь давайте посмотрим на эту же компанию с ее новым именем в 1926 году, на протяжении которого цены на фондовом рынке были весьма высокими. В это время впервые в балансе была отражена стоимость гудвиллов на довольно значительную сумму, составившую 13,6 млн. долл. Мистер А.Н. был прав. Практически каждый доллар т.н. капитала, на основе которого были выпущены акции, в 1915 году был всего лишь "водой". Но все же после того, как компания достигла впечатляющих результатов во главе с Т. Л. Уотсоном-ст., ее чистая прибыль увеличилась с 691 тыс. долл. до 3,7 млн. долл. — больше чем в пять раз (самый высокий процентный рост прибыли, чем за любой соответствующий 11-летний период). Компания создала значительный реальный капитал для обыкновенных акций, и акции были раздроблены в соотношении 3,6 к 1. Компания установила уровень дивидендов в размере 3 долл. на каждую новую акцию, в то время как прибыль составляла 6,39 долл. на одну акцию. Можно считать, что фондовый рынок 1926 года был очень хорошо настроен к компаниям с такой историей роста и с такой сильной позицией. Размах цен в течение этого года составлял от 31 до 59. При средней цене 45 акции компании продавались при таком же семикратном значении коэффициента P/E и такой же 6,7%-ной дивидендной доходности, как и в 1915 году. При самом низком уровне цены за одну акцию, равной 31, они продавались чуть дороже стоимости своих реальных активов. С этой точки зрения, акции были оценены более консервативно, чем одиннадцатью годами раньше.

Эти данные очень хорошо демонстрируют постоянство старого понимания инвестиционной деятельности, которое существовало до кульминации "бычьего" рынка в конце 1920-х годов. Что же случилось потом, можно узнать, изучая историю *IBM* на основе 10-летних интервалов.

В 1936 году чистая прибыль по сравнению с 1926 годом увеличилась в два раза, а среднее значение P/E — с 7 до 17,5. С 1936 по 1946 год прибыль была в 2,5 раза выше, но среднее значение P/E осталось на уровне 17,5. А дальше темпы роста увеличились. В 1956 году чистая прибыль была почти в четыре раза выше, чем в 1946 году, а среднее значение P/E увеличилось до 32,5. В последнем из изучаемых лет был отмечен дальнейший рост прибыли, коэффициент P/E увеличился до 42, если не учитывать неконсолидированный капитал зарубежных филиалов.

Если тщательно рассмотреть последние цифры, то можно заметить некоторые интересные аналогии и контрасты с той ситуацией, которая имела место 40 лет назад. Постепенно "вода", общепринятая в балансах промышленных компаний, была полностью вытеснена — сначала с помощью разоблачения, а затем — с помощью списаний. Но "вода" другого рода опять же оказалась включенной в оценку фондовым рынком — самими инвесторами и спекулянтами. Если теперь компания *IBM* продает свои ценные бумаги в семь раз дороже балансовой стоимости, а не в семь раз дороже прибыли, то эффект практически такой же, как если бы балансовой стоимости не было вообще. Или же небольшая доля балансовой стоимости в цене акции может рассматриваться как своего рода компонент привелигированных акций, а оставшаяся часть ее цены представляет собой такой же спекулятивный компонент, какой был присущ в свое время акциям компаний *Woolworth* и *U.S. Steel*, в основе которого лежала только сила доходности и перспективы будущего роста.

Следует попутно отметить, что за 30 лет, на протяжении которых мы наблюдаем за упрочением позиций акций *IBM* на фондовом рынке (о чем говорит рост коэффициента EPS от 7 до 40), многие из эндогенных спекулятивных аспектов наших крупных промышленных компаний исчезли или хотя бы значительно уменьшились. Их финансовое положение стабильно, структура капитала консервативна, ими управляют более профессионально, и они стали более честными, чем раньше. Этому во многом способствовала необходимость выполнять требование регулятивных органов, касающееся полного раскрытия информации, что сняло с акций покров загадочности.

И еще одно личное отступление. В начале моей карьеры на Уолл-стрит одними из наиболее любимых и загадочных были акции компании *Consolidated Gas of New York*, которая сейчас называется *Consolidated Edison*. В качестве дочерней компании она владела прибыльной компанией *New York Edison*, но объявляла только о дивидендах, полученных из этого источника, а о полной прибыли умалчивала. Незаявленная прибыль была

источником загадки и "скрытой стоимости". К моему удивлению, я обнаружил, что эти сугубо секретные цифры содержались в ежегодных отчетах, подаваемых в Комиссию штата по коммунальным услугам. Для меня было достаточно простым делом написать журнальную статью, в которой я показал истинное положение дел с прибылью *Consolidated Gas*. (Кстати, показатели прибыли изменились не очень значительно.) Один из моих более опытных друзей сказал мне тогда следующее: "Бэн, ты можешь думать, что сделал большое дело, обнаружив скрытую прибыль, но Уолл-стрит ни за что не станет благодарить тебя. Акции *Consolidated Gas* с загадкой были и более интересны, и более ценны, чем сейчас, когда они лишились тайны. Вы, молодежь, стараетесь везде сунуть нос. Вы собираетесь разрушить Уолл-стрит".

Это правда, что сегодня мы почти не встречаемся с МММ-компаниями (Мистерия, Манипуляция и (тонкая) Маржа), благодаря которым в свое время жарко полыхал костер спекуляции. Но мы, финансовые аналитики, своими руками продолжаем создавать такие подходы к оценке акций, благодаря которым в ценах акций, по сути, вновь появляются новые спекулятивные элементы, занимающие место старых. Разве у нас сегодня нет наших собственных МММ-компаний, таких как *Minnesota Mining and Manufacturing*, и не служат ли ее акции чудесной иллюстрацией новой спекуляции, которая пришла на место старой?

Давайте рассмотрим несколько цифр. Принимая во внимание, что курс акций *M. M. M.* составлял 101 в прошлом году, мы видим, что фондовый рынок оценивал их в 44 раза выше прибыли 1956 года. При этом по сравнению с 1957 годом роста не было. Компания оценивалась рынком в 1,7 млрд. долл., из которых 200 млн. были покрыты чистыми активами, а очень красивая цифра в 1,5 млрд. долл. являлась не чем иным, как оценкой фондовым рынком гудви-ла. Нам не известен процесс определения стоимости последнего, но мы точно знаем, что через несколько месяцев эта оценка фондового рынка снизилась на 450 млн. долл., или примерно на 30%. Очевидно, что точно оценить нематериальный компонент такой компании, как эта, просто невозможно. Мы можем сказать, что существует своего рода закономерность: чем выше рынок оценивает фактор гудвила или будущей силы доходности, тем более неопределенной становится истинная стоимость компании и тем значительнее спекулятивный компонент обыкновенных акций.

Жизненно важно также понимать различия в сегодняшней практике оценки этих нематериальных факторов по сравнению с существовавшей раньше. Лет 30 и больше тому назад существовало стандартное правило,

использовавшееся при оценке обыкновенных акций. В соответствии с ним нематериальные активы должны были оцениваться более консервативно, чем реальные. Считалось, что хорошая промышленная компания должна приносить доходность от 6 до 8% на материальные активы, обычно представленные облигациями или привилегированными акциями. От материальных же активов требовалась большая доходность, например 15%. (Вы обнаружите примерно такие соотношения между показателями доходности привилегированных и обыкновенных акций, приведенные в проспекте эмиссии компании *Woolworth* в 1911 году. Это положение справедливо и для многих других компаний.)

Что же изменилось с тех пор? Сейчас сплошь и рядом можно видеть прямо противоположные соотношения. Чтобы цена акций компании (при среднем уровне цен) полностью покрывала их балансовую стоимость, доходность обыкновенных акций должна составлять примерно 10%. Но если доходность акционерного капитала компании превышает 10%, то мы видим, что активы, обеспечивающие дополнительную (сверх 10%) доходность, обычно оцениваются рынком более либерально, т.е. на основе более высокого значения коэффициента P/E, чем активы, которые обеспечивают балансовую стоимость акций компании на фондовом рынке. Таким образом, акции компании, приносящей 15% прибыли на акционерный капитал, могут продаваться при значении коэффициента P/E, превышающем в 13,5 раза прибыль, или быть в два раза дороже своих чистых активов. Это свидетельствует о том, что первые 10% доходности капитала компании оцениваются рынком исходя из значения коэффициента P/E, равного только 10, а следующие 5% — которые когда-то называли "избыточными" — исходя из значения коэффициента P/E, равного уже 20.

Мы можем указать на следующую причину, которая обуславливает использование в настоящее время методики оценки акций, противоположной существовавшей ранее. Дело в акценте на ожиданиях роста прибыли компании. Акции компаний, бизнес которых обеспечивает высокую доходность использования капитала, получают такую либеральную оценку (т.е. высокое значение коэффициента P/E. — *Примеч. ред.*) не только благодаря самой по себе хорошей доходности и относительной ее стабильности. Скорее всего, дело в том, что высокая доходность капитала в целом идет рука об руку с хорошими темпами роста прибыли в прошлом и в перспективе. Таким образом, акции высокоприбыльных компаний сейчас оцениваются рынком столь высоко не потому, что те обладают гудвиллом в старом ограниченном понимании (имидж компании и прибыльный бизнес), а потому, что рынок ждет от них

роста прибыли в будущем.

В связи с этим я вынужден рассмотреть несколько дополнительных математических аспектов нового подхода к оценке обыкновенных акций — хотя бы в форме кратких предположений. Если, как доказывают многочисленные свидетельства, коэффициент P/E увеличивается вместе с доходностью, т.е. с увеличением удельного значения прибыли в расчете на балансовую стоимость одной акции, то арифметический вывод в этом случае будет следующий: стоимость акции увеличивается прямо пропорционально квадрату прибыли и обратно пропорционально балансовой стоимости акции. В таком случае материальные активы становятся скорее бременем, чем источником рыночной стоимости. Давайте рассмотрим еще один пример. Допустим, что компания A зарабатывает прибыль в размере 4 долл. на одну акцию при 20 долл. ее балансовой стоимости, а компания B также зарабатывает 4 долл. на одну акцию. Но при 100 долл. балансовой стоимости. В таком случае акции компании A, скорее всего, продаются при более высоком значении коэффициента P/E, а потому по более высокой цене, чем акции компании B: допустим, 60 долл. за одну акцию компании A и 35 долл. за одну акцию компании B. А потому не будет неточностью с нашей стороны утверждать, что избыточная балансовая стоимость активов у компании B (80 долл.) приводит к тому, что акции имеют более низкую (на 25 долл.) рыночную цену, поскольку прибыль в расчете на одну акцию одинаковая для обеих компаний.

Но еще важнее то, что приведенные математические выкладки знаменуют собой новый подход к оценке акций. Имея под рукой три компонента— 1) оптимистичные предположения относительно темпов роста прибыли, 2) приписывание этих темпов роста достаточно длительному периоду в будущем и 3) поразительную силу сложных процентов, — финансовый аналитик получает новый "философский камень", с помощью которого может рассчитывать любые желаемые оценки для действительно "хороших акций". Комментируя в *AnalystsJournal* моду на использование высшей математики в условиях "бычьего" рынка, я процитировал Дэвида Дюрана, который описал поразительную аналогию между расчетом цены "акций роста" и известным Петербургским парадоксом, который удивил и озадачил математиков более 200 лет тому назад.

Сейчас же я хотел бы указать на наличие особого парадокса, характеризующего взаимосвязь математики и инвестиций в обыкновенные акции. Он заключается в следующем: математические методы обычно

используют для получения точных и надежных результатов, но на фондовом рынке более тщательные и серьезные математические расчеты приводят к более высокой неопределенности и спекулятивности результатов. За весь 44-летний опыт работы на Уолл-стрит я никогда не встречал, чтобы надежные расчеты стоимости обыкновенных акций или обоснование инвестиционной политики выходили за рамки простой арифметики или элементарной алгебры. Если вы сталкиваетесь со сложными формулами или высшей математикой, то вам следует насторожиться, — тот, кто их использует пытается подменить опыт теорией, а кроме того, под видом инвестиций завлечь вас в спекулятивные операции.

Старый подход к инвестированию в обыкновенные акции для современного финансового аналитика может показаться довольно наивным. Раньше большое внимание всегда уделялось тому, что мы сегодня называем "защитными аспектами" компании или ее акций. Другими словами, инвестор должен быть уверен в том, что компания будет выплачивать прежний уровень дивидендов даже не в очень хорошие для нее времена. Таким образом, если 50 лет назад стандартным примером инвестирования в обыкновенные акции выступали акции сильных железнодорожных компаний, то в последние годы их место заняли акции коммунальных организаций. Главное, что волнует инвестора, — это стабильность показателей прошлых лет. Его не сильно заботит, какие факторы могут неблагоприятно сказаться на бизнесе компании в будущем. При этом особо благоприятные перспективы рассматривались прозорливыми инвесторами как нечто такое, на что стоит обращать внимание, но за что не стоит платить.

Фактически это значит, что инвестор не обязан платить огромные деньги лишь за чудесные долгосрочные перспективы. Он, в конце концов, получит их без чрезмерных затрат, в виде награды за свой исключительный ум и рассудительность при выборе акций самых лучших, а не просто хороших компаний. Ведь обыкновенные акции с аналогичными показателями финансовой силы, прежней доходности и стабильности выплаты дивидендов имеют примерно одинаковую дивидендную доходность.

На самом же деле, это была весьма близорукая точка зрения, но в старые времена она делала процесс инвестирования в обыкновенные акции не только простым и очень прибыльным, но и разумным в своей основе.

Давайте рассмотрим еще один пример из моего личного опыта. Где-то в 1920 году наша фирма издала серию брошюр под названием "Уроки для

инвестора". Конечно же, понадобился дерзкий финансовый аналитик, каким был я в свои двадцать с небольшим лет, чтобы придумать такое щеголеватое и самонадеянное название. Но в одной из брошюр я допустил неосторожное высказывание, написав, что "если обыкновенные акции представляют собой хороший объект для инвестицией, то они также являются и хорошими объектами для спекуляции". Обосновывая этот тезис, я утверждал, что если инвестиция в обыкновенные акции оказалась столь разумной, что риск потери свелся к минимуму, то она должна давать инвестору и хорошие шансы на получение прибыли. Тогда это было не только абсолютной правдой, но и ценным открытием, но правдивым этот тезис был только потому, что никто не обратил на него внимания. Через несколько лет после того, как инвесторы проснулись и обратили внимание на ценность акций в качестве объектов долгосрочного инвестирования, они сами же, своими действиями вскоре и уничтожили это их достоинство. Энтузиазм инвесторов привел к такому росту курсов акций, который лишил их маржи безопасности и таким образом вытолкнул из инвестиционного класса. Как часто бывает, вскоре маятник отношения к акциям качнулся в противоположную сторону, и мы стали свидетелями того, как наиболее уважаемые эксперты заявляли (в 1931 году), что обыкновенные акции больше никогда не станут инвестиционными инструментами.

Проанализировав отношение инвесторов к обыкновенным акциям на протяжении достаточно длительного периода времени, мы обнаружим существование еще ряда парадоксов, связанных с отношением инвесторов к прибыли от прироста курса акций (капитальной прибыли) и к дивидендам. Кажется банальным факт, что в начале XX века собственник обыкновенных акций не особо интересовался капитальной прибылью, поскольку, вкладывая свои средства в акции, практически всегда был озабочен только вопросами безопасности инвестиций и размером дивидендов, предоставляя спекулянту самому ломать голову над оценкой акций. Сегодня же мы, скорее всего, скажем, что, чем опытнее и прозорливее инвестор, тем меньше внимания он обращает на дивидендный доход и больше заинтересован в оценке долгосрочной ситуации. Можно с уверенностью сказать: именно отсутствие в прежние времена стремления инвестора правильно определить будущую стоимость акций фактически свидетельствовало о его уверенности в возврате вложенных им средств. По крайней мере, это касалось акций промышленных компаний.

И наоборот, в современных условиях инвестор настолько заинтересован в росте цены акций в будущем, что уже сегодня готов платить за это немалую цену. Однако если реальные темпы роста будут

меньше ожидаемых, то он может как понести серьезные временные убытки, так и полностью потерять вложенные средства.

Какие уроки — вновь используя пафосное название моей брошюры издания 1920 года — может извлечь сегодня из опыта прошлого финансовый аналитик? Не очень много ценного, скажет кто-то. Мы можем с ностальгией оглядываться в прошлое, когда платили только за текущую доходность и могли ни в грош не ставить будущее. Грустно покачивая головой, мы бормочем: "Эти дни ушли навсегда". Неужели инвесторы и финансовые аналитики не вкусили в полной мере от "древа познания добра и зла"? Если они ведут себя таким образом, то не значит ли это, что они сами изгоняют себя из Рая, в котором перспективные обыкновенные акции можно по разумным ценам собирать с его кустов? Неужели мы обречены на то, чтобы постоянно рисковать, либо платя непомерно высокие цены за качественные и перспективные акции, либо же за приемлемую (с нашей точки зрения) цену получая акции низкого качества?

На наш взгляд, все выглядит именно так. Но все же нельзя быть уверенным даже в этой пессимистической дилемме. Недавно я проанализировал деятельность огромной корпорации — *General Electrics*. Поводом к этому послужили любопытные данные о ее прибыли и дивидендах за 59 лет, опубликованные в отчете за 1957 год. Эти цифры весьма необычны для знающего финансового аналитика. Во-первых, можно сделать вывод о том, что до 1947 года темпы роста прибыли *General Electrics* были очень скромными и довольно неравномерными. Показатель прибыли в расчете на одну акцию в 1946 году был только на 30% выше, чем в 1902 году (52 цента против 40 центов), и с 1902 года не было ни одного года, в котором его значение хотя бы удвоилось. Но тем не менее значение коэффициента P/E увеличилось с 9 в 1910 и 1916 годах до 29 в 1936 и 1946 годах. Можно, конечно, сказать, что в 1946 году значение коэффициента P/E, как минимум, отражало предвидение прозорливых инвесторов. Мы, финансовые аналитики, в то время могли предвидеть, что в следующем десятилетии нас всех ожидают просто исключительные темпы роста прибыли. Может быть, так оно и было. Но некоторые из вас помнят и следующий, 1947 год, который ознаменовался новой впечатляющей высотой показателя EPS акций *General Electrics*. При этом мы стали свидетелями одновременного падения коэффициента P/E. Самая низкая цена акций в том году (до их дробления в пропорции три к одному) — 32 долл., — лишь в девять раз превышала прибыль, а их средняя цена тогда же была только в 10 раз выше прибыли.

Эта удивительная история произошла всего 11 лет назад. Она



заставляет меня засомневаться в обоснованности столь популярной у финансовых аналитиков теории, согласно которой у акций известных и многообещающих компаний теперь всегда будет высокое значение коэффициента P/E и именно на эту фундаментальную зависимость фондового рынка должны ориентироваться инвесторы.

У меня нет ни малейшего желания навязывать свое категорическое мнение по этому поводу. Все, что я могу сказать: у меня такой уверенности нет, и каждый из нас должен самостоятельно принять решение по этому вопросу.

В завершение своего выступления я хотел бы вполне определенно высказаться относительно инвестиционных и спекулятивных характеристик различных типов обыкновенных акций. В былые времена инвестиционный характер обыкновенной акции был примерно таким же (или пропорциональным) как и положение самой компании, что довольно хорошо измерялось его кредитным рейтингом. Чем ниже доходность облигаций или дивиденды по привилегированным акциям, тем вероятнее, что обыкновенные акции будут отвечать всем критериям удовлетворительного объекта для инвестирования, и тем меньше будет спекуляций при их покупке.

Связь между спекулятивным уровнем обыкновенной акции и инвестиционным рейтингом компании в графической форме может быть изображена в виде прямой линии, нисходящей слева направо. Но сегодня я бы описал ее в виде U-образного графика. Слева на графике, где расположены компании с низким кредитным рейтингом, размещаются и их высокоспекулятивные обыкновенные акции. Точно так же это было и в прошлом. Но справа на графике, где расположены компании с наиболее высоким кредитным рейтингом, что обусловлено как их успешной деятельностью в прошлом, так и впечатляющими будущими перспективами, мы обнаруживаем, что их акции смещаются в зону графика с высоким уровнем спекуляции. Это вызвано тем, что установившиеся на фондовом рынке очень высокие цены на акции этих компаний привели и к значительному росту риска данных акций.

А сейчас я просто не могу не процитировать строки из одного сонета Шекспира, которые очень подходят к нашей сегодняшней теме.

*Кто гонится за внешней суетой,  
Теряет все, не рассчитав  
расплаты...* [\[346\]](#)

Возвращаясь к моему мысленному графику, рассмотрим его центральную часть, где спекулятивный элемент при покупке ценных бумаг будет минимальным. В этой части мы можем найти много хороших и

сильных компаний, в истории которых отмечен рост прибыли в соответствии с ростом национальной экономики и будущие перспективы которых носят примерно такой же характер. Такого рода обыкновенные акции инвестор может практически всегда, за исключением пика "бычьего" рынка, приобрести на рынке по весьма умеренным по сравнению с внутренней стоимостью акций ценам.

Сегодня в связи с наличием тенденции инвесторов и спекулянтов концентрировать свое внимание на "блестящих" акциях, я готов биться об заклад, что эти недооцененные бумаги продаются в целом гораздо ниже их реальной стоимости. В связи с этим они, в отличие от "блестящих" акций, обладают необходимой маржой безопасности. Среди них проницательный финансовый аналитик может найти много достойных объектов для формирования хорошо диверсифицированного инвестиционного портфеля.

Когда Фаэтон настоял на поездке в колеснице к Солнцу, его отец, опытный наездник, дал новичку несколько советов, которыми последние не воспользовался. Овидий подытожил совет Фэба Аполлона в трех словах:

*Medius tutissimus ibis* - "Безопаснее всего придерживаться среднего курса".

Я думаю, что этот принцип хорош для инвесторов и финансовых аналитиков.

## 5. Пример компании *Aetna Maintenance*

Начало этой истории описано в издании книги 1965 года под названием "Ужасный пример". Здесь приведено дальнейшее развитие ситуации.

Мы думаем, что подробный разбор "ужасного примера" поможет нашим читателям выработать правильное отношение к новым выпускам обыкновенных акций. Он взят со стр. 1 сборника *Stock Guide* компании *Standard Poor's* и демонстрирует экстремальный случай вопиющей слабости котировок акций компании в 1960-1962 годах, их дальнейшей существенной переоценки фондовым рынком, и последующего коллапса.

В ноябре 1961 года 154 тысячи обыкновенных акций компании *Aetna Maintenance* были предложены на фондовом рынке по цене 9 долл. за одну акцию; цена сразу же взлетела до 15 долл. До их эмиссии чистая стоимость активов в расчете на одну акцию составляла около 1,20 долл., но затем она

увеличилась до чуть более 3 долл.

Объемы продаж и прибыль компании до эмиссии акций приведены далее в таблице.

Год	Объем продаж (долл.)	Чистая прибыль (долл.)	EPS (долл.)
1960-1961	3615000	187000	0,69
1960 <sup>[347]</sup>	(1527000)	(25000)	(0,09)
1959	2215000	48000	0,17
1958	1389000	16000	0,06
1957	1083000	21000	0,07
1956	1003000	2000	0,01

После выпуска акций ситуация стала следующей.

Год	Объем продаж (долл.)	Чистая прибыль (долл.)	EPS (долл.)
1963	4681000	42000	0,11
1962	4234000	149000	0,36

В 1962 году цена упала до 2 2/3, в 1964 году акции продавались по 7/8 долл.; на протяжении этого периода дивиденды не выплачивались.

**Комментарий.** Курс акций компании в начале их выпуска определялся результатами ее деятельности в одном, хорошем году. В предыдущие же годы результаты были просто смехотворными. У компании, оперирующей на высококонкурентном рынке, не было никакого "тайного оружия", наличие которого могло бы убедить инвесторов в дальнейшей стабильности ее бизнеса. Безголовые покупатели этих акций заплатили (сразу после эмиссии) гораздо больше в расчете на 1 долл. прибыли и капитала, чем покупатели акций большинства крупных и сильных компаний. Этот пример, конечно, довольно-таки исключительный, но далеко не единственный. Можно найти сотни, пусть и не таких ярких, примеров переоценки рынком акций компаний.

Продолжение: 1965-1970 годы

В 1965 году у компании появились новые интересы. Неприбыльный бизнес, связанный с материально-техническим обеспечением

строительства, был продан, и она занялась абсолютно новым видом деятельности — производством электронных приборов. Название компании изменили на *Haydon Switch and Instrument Co.* Доходность не была впечатляющей. На протяжении пяти лет — с 1965 по 1969 год — средняя доходность ее капитала составила только 8%. При этом в лучшем 1967 году прибыль равнялась 34 цента на 1 долл. Но все же, в соответствии с современными веяниями, в 1968 году компания произвела дробление акций из расчета 2 к 1. Рыночная цена тоже соответствовала формату Уолл-стрит. Она увеличилась с 7/8 в 1964 году до 16,5 в 1968 году (после дробления). Теперь цена достигла рекордной отметки со времени полных энтузиазма дней 1961 года. На этот раз переоценка акций рынком была намного худшей, чем раньше. Теперь коэффициент P/E равнялся 52 (для хорошего года) и 200 (для средней прибыли). И опять компания объявила об убытках в том же году, когда ее акции взяли новую высоту. В следующем, 1969, году цена акций упала до 1 долл. за штуку.

**Вопросы.** Знали ли идиоты-инвесторы, которые уплатили свыше 8 долл. за каждую из этих акций в 1968 году хоть что-нибудь вообще о прежних показателях доходности компании, (очень маленькой) ее прибыли за пятилетний период, стоимости ее активов? У них было хоть какое-то представление, сколько они получают за свои деньги? И вообще — их это интересовало? Несет ли вообще кто-либо на Уолл-стрит хоть какую-то ответственность за постоянное проявление полной безмозглости, шокирующей своей массовостью, и неизбежную катастрофическую спекуляцию на этом?

## **6. Налогообложение при приобретении корпорацией NVF компании Sharon Steel Shares**

1. Корпорация NVF приобрела 88% акций компании Sharon в 1969 году, заплатив за них 5%-ными облигациями корпорации iWF (по 70 долл. за одну акцию) со сроком погашения в 1994 году и варрантами на покупку 1,5 акции NVF при стоимости 22 долл. за одну акцию. Рыночная стоимость облигаций составляла в то время только 43% от номинала, тогда как варранты котировались по 10 долл. за каждую акцию. Это значит, что акционеры компании Shawn получили за каждую акцию облигаций на 30 долл. и варрантов на 15 долл. — в целом 45 долл. за акцию. (Эта цифра

примерно соответствовала средней цене акции *Sharon* в 1968 году, а также цене закрытия в этом году.) При этом балансовая стоимость акций *Sharon* составила 60 долл. Разница между балансовой и рыночной стоимостью акций *Sharon* составляла примерно 21 млн. долл. в расчете на 1,415 миллиона приобретенных акций.

2. Перед бухгалтерами компании стояла двоякая задача. Во-первых, необходимо было учесть поступления от выпуска облигаций в виде эквивалента их "продажи" по 43, дав возможность компании вычесть из облагаемой налогом прибыли амортизацию облигаций в размере 54 миллиона долл. Во-вторых, компании следовало учесть "прибыль" от того, что за акции *Sharon* было заплачено по 45 долл. за штуку, тогда как их балансовая стоимость составляет 60 долл. Вся прелесть этой сделки состояла в том, что компания могла экономить около 900 тыс. долл. в год, или же 1 долл. на акцию, налога на прибыль по итогам этих двух проводок. Дело в том, что амортизацию дисконта цены облигации можно вычесть из объема прибыли, подлежащей налогообложению, а амортизация избыточной "прибыли", полученной от приобретения акций ниже их балансовой стоимости, не должна была включаться в облагаемую налогом прибыль.

3. Результаты этих бухгалтерских операций отражены как на счете консолидированной прибыли (в консолидированном балансе корпорации *NFV* за 1969 год), так и в предварительной финансовой отчетности за 1968 год. В них также показана и рыночная стоимость warrants, а именно — свыше 22 млн. долл. (но только в объяснительных примечаниях).

## **7. Акции высокотехнологичных компаний как объект инвестирования**

В середине 1971 года в справочниках компании *Standard Poor's* числилось около 200 компаний с названиями, начинавшимися словами *Compu-*, *Data-*, *Electro-*, *Scien-*, *Techno-*. Около половины из них в какой-то степени имели отношение к компьютерной отрасли. Все они продавались на фондовом рынке или собирались разместить акции среди индивидуальных инвесторов.

В сентябре 1971 года 46 из этих компаний появились в списке *Stock Guide* компании *Standard Poor's*; 26 из них заявили об убытке, только шесть обеспечили доходность в размере 1 долл. на акцию, и только пять

выплачивали дивиденды.

В *Stock Guide* за декабрь 1968 года содержатся 45 компаний с аналогичными технологическими названиями. Отслеживая этот список точно таким же образом, как и аналогичный список акций сентябрьского выпуска *Stock Guide*, обнаружим следующие изменения.

<b>Общее количество компаний</b>	<b>Рост цены</b>	<b>Падение цены меньше чем на половину</b>	<b>Падение цены больше чем на половину</b>	<b>Вылетели из списка "Stock Guide"</b>
45	2	8	23	12

**Комментарии.** По сути, ясно, что результаты многих высокотехнологичных компаний, которые не попали в *Stock Guide* в 1968 году, были намного хуже результатов компаний, представленных в этом издании. При этом 12 компаний, вылетевших из списка, показали результаты хуже тех компаний, которым удалось остаться в нем. Печальные результаты этих примеров, без сомнения, служат показателями качества и ценовой политики по всей группе "высокотехнологичных" акций.

## Эпилог

Нам хорошо известны два партнера, которые провели большую часть своей жизни, занимаясь на Уолл-стрит управлением как собственными деньгами, так и капиталом других людей. Тяжелый опыт научил их, что лучше быть осторожными и осмотрительными, чем пытаться заработать все деньги в мире. Они разработали довольно уникальный подход к проведению операций с ценными бумагами, который объединяет возможность получить хорошую прибыль с покупкой действительно стоящих ценных бумаг. Они избегали всех тех из них, которые казались им переоцененными, и были готовы к быстрой продаже тех, которые, по их мнению, в результате выросших цен утратили свою привлекательность. Их портфель всегда был хорошо диверсифицированным, и в его состав входило больше сотни различных ценных бумаг. Таким образом, они смогли заниматься своим бизнесом на достойном уровне в течение многих лет, переживая взлеты и падения фондового рынка в целом. Инвестиционный портфель в среднем обеспечивал им около 20% доходности в год. Капитал портфеля, который они приняли под свое управление, составлял несколько миллионов долларов, и их клиенты были очень довольны полученными результатами<sup>[348]</sup>.

В год первого издания этой книги партнеры получили предложение выкупить половину акций быстрорастущей компании. По определенным причинам в то время Уолл-стрит не проявляла особого интереса к этому бизнесу, и от этой сделки отказались ряд крупных инвестиционных компаний. Но партнеры понимали возможности компании. Решающим фактором стало то, что цена была умеренной по сравнению с текущей прибылью и стоимостью активов. Партнеры сразу же решились на покупку, которая обошлась им примерно в пятую часть их инвестиционного фонда. В скором времени они стали владельцами нового процветающего бизнеса<sup>[349]</sup>.

И действительно, дела пошли очень хорошо, что привело к росту курса ее акций больше чем в 200 раз по сравнению с той ценой, которая была уплачена за них партнерами. Рост цен акций намного превысил рост прибыли, и почти с самого начала котировки казались более чем высокими с точки зрения стандартов инвестирования, которых придерживались сами инвесторы. Но поскольку они считали компанию чем-то вроде "семейного бизнеса", то продолжали владеть значительной долей акций, несмотря на

огромный рост их курса. Многие из участников их инвестиционного фонда придерживались такого же подхода, и в результате они стали миллионерами благодаря владению акциями этого предприятия, а также созданных в дальнейшем филиалов<sup>[350]</sup>.

По иронии судьбы, совокупная прибыль от принятия этого единственного инвестиционного решения намного превысила суммарную прибыль от всех других, проведенных на протяжении 20 лет операций фонда в отдельных сферах бизнеса, для чего приходилось осуществлять глубокие исследования, много размышлять и предпринимать множество различных решений.

Есть ли в этой истории ценная мораль для разумного инвестора? Одна достаточно понятна: существует несколько различных способов заработать и сохранить деньги на Уолл-стрит. Другая, не столь явная, состоит в том, что один удачный миг или очень проницательное решение — а можем ли мы рассматривать эти понятия отдельно? — стоит больше, чем многочисленные попытки, осуществляемые на протяжении всей жизни<sup>[351]</sup>. Но в основе удачного или ответственного решения обычно лежат тщательная подготовка и организационные возможности. Нужно быть должным образом организованным, чтобы такие возможности "постучали именно в вашу дверь". Нужно иметь средства, хорошо обдуманное мнение и мужество, чтобы воспользоваться подобными преимуществами.

Конечно, мы не можем обещать, что в жизни всех разумных инвесторов, которые остаются как рассудительными, так и внимательными на протяжении многих лет, случится нечто подобное. Мы не собираемся вывешивать лозунг Дж. Раскоба, над которым посмеивались в начале: "Каждый может стать богатым". Но в финансовом мире интересных возможностей очень много, и разумный и активный инвестор сможет как получить удовольствие, так и заработать прибыль на арене этого цирка. Наслаждение гарантировано.



## Джейсон Цвейг о Бенджамине Грэхеме

Кем был Бенджамин Грэхем и почему вам следует прислушиваться к его советам?

Грэхем был не только одним из самых лучших инвесторов, когда-либо живших на земле, но и великим ученым, занимающимся анализом практики инвестирования. До Грэхема менеджеры по управлению капиталом действовали подобно членам средневековой гильдии, основой деятельности которой были суеверия, предположения и загадочные ритуалы. Книга Грэхема *Security Analysis* стала учебником, который трансформировал этот древний порочный ритуал в современную профессию<sup>[352]</sup>.

*Разумный инвестор* стала первой книгой, в которой индивидуальным инвесторам было рассказано об эмоциональных аспектах и аналитических инструментах, жизненно важных и необходимых для достижения финансового успеха. Она до сих пор остается единственным пособием по инвестиционной деятельности из когда-либо написанных книг для рядовых инвесторов. *Разумный инвестор* была первой книгой, которую я прочел, когда пришел в 1987 году в журнал *Forbes* в качестве начинающего репортера. В то время я был поражен утверждением Грэхема, что рано или поздно любой "бычий" рынок плохо заканчивается. В октябре того же года акции США потерпели самый страшный в истории крах за единственный день — эта трагедия зацепила и меня. (Сегодня, после сумасшедшего роста фондового рынка в конце 1990-х и его страшного падения в начале 2000 года, книга *Разумный инвестор* воспринимается еще более пророческой, чем раньше.)

Грэхем прошел трудный путь — изучая на протяжении десятилетий историю и психологию фондового рынка и ощущая на собственном опыте финансовые потери.

Бенджамин Грэхем (Бенджамин Гроссбаум) родился 9 мая 1894 года в Лондоне. Его отец занимался продажей китайской утвари и статуэток<sup>[353]</sup>. Семья переехала в Нью-Йорк, когда Бенеу было всего год. Сначала они жили хорошо (на Пятой авеню) — со служанкой, поваром и гувернанткой-француженкой. Но в 1903 году отец Бена умер, торговля фарфором захирела, и семья начала испытывать финансовые трудности. Мать Бена открыла в своем доме пансион. Затем, одолжив деньги, она занялась "маржинальной" торговлей акциями. Во время биржевого краха 1907 года

она разорилась. До конца жизни Бен помнил унижение, испытанное при обналичивании чека для своей матери, когда кассир банка спросил: "У Дороти Гроссбаум есть хотя бы пять долларов?"

К счастью, Грэхем выиграл стипендию Колумбийского университета, во время учебы в котором полностью раскрылись его способности. Он окончил университет в 1914 году со вторым результатом в группе. В конце последнего семестра три кафедры — английского языка, философии и математики — приглашали его остаться на факультете. Тогда ему было всего двадцать лет.

Вместо освоения мира университетской науки Грэхем решил проучить Уолл-стрит. Он начал с должности служащего в фирме, торгующей облигациями, позже стал финансовым аналитиком, затем партнером и вскоре возглавил свое собственное инвестиционное товарищество.

Бум и крушение Интернет-компаний не удивили бы Грэхема. В апреле 1919 года он заработал 250% прибыли в первый день торговли акциями компании *Savold Tire*, действовавшей в популярном автомобильном бизнесе. К октябрю компания была обвинена в мошенничестве, и ее акции обесценились.

Грэхем стал специалистом в области детального исследования акций. В 1925 году, с трудом разбираясь вместе с Комиссией по торговым отношениям между штатами в невразумительных отчетах компании *Northern Pipe Line*, владевшей нефтепроводами (акции которой в то время продавались по 65 долл. за штуку), — он пришел к выводу, что на каждую акцию приходится как минимум 80 долл. обязательств в виде высококачественных облигаций. (Он купил акции этой компании, надоедал менеджерам, требуя повышения размера дивидендов, а затем через три года продал их по цене 110 долл. за одну акцию.)

Несмотря на мучительную потерю примерно 70% капитала во время Великой депрессии в 1929-1932 годах, Грэхему удалось выжить и преуспеть впоследствии, извлекая выгоду даже при крушении "бычьего" рынка. Нет точных данных о самых первых результатах Грэхема, но с 1936 и по 1956 год (когда он ушел на пенсию) среднегодовая доходность его корпорации *Graham-Newman* составляла 14,7% по сравнению с 12,2% для фондового рынка в целом. Это один из лучших показателей за всю историю Уолл-стрит<sup>[354]</sup>.

Как же Грэхему удавалось достичь таких результатов? Сочетая исключительный интеллект с глубоким здравым смыслом и большим опытом, он разработал свои основополагающие принципы, которые и сейчас так же действенны, как и на протяжении всей его жизни.

Перечислим их.

- Акция — это не только символ на биржевом тикере или знак на электронном табло фондовой биржи. Акция — это свидетельство, подтверждающее долю собственника в реальном бизнесе, имеющем свою базовую стоимость, которая не зависит от рыночной цены акции.

- Фондовый рынок — это маятник, который постоянно раскачивается из стороны в сторону: от чрезмерного оптимизма (в результате которого акции становятся слишком дорогими) до неоправданного пессимизма (когда акции оцениваются ниже их реальной стоимости). Разумный инвестор — это реалист, который продает акции оптимистам и покупает у пессимистов.

- Будущая стоимость каждой инвестиции — это функция ее текущей цены. Чем выше цена, которую вы платите, тем ниже будет ваша доходность.

- Независимо от того, насколько вы осторожны, ни один инвестор никогда не может избежать риска оказаться неправым. Только используя то, что Грэхем называет "маржей безопасности" — никогда не переплачивая, какими бы привлекательными ни казались нам при этом инвестиции, — вы можете минимизировать свои шансы на ошибку.

- Секрет вашего финансового успеха заложен внутри вас самих. Если вы критически относитесь к фондовому рынку и не принимаете на веру "факты" Уолл-стрит, инвестируете с терпеливой уверенностью, то можете стабильно извлекать преимущества даже на самых худших фондовых рынках с самыми низкими ценами. Работая над своим самосознанием и мужеством, вы можете противостоять колебаниям в настроении других людей и не позволите им управлять вашей финансовой судьбой. В конечном счете ваше поведение намного важнее поведения ваших инвестиций.

Цель этого переработанного издания книги *Разумный инвестор* — проверить идеи Грэхема в сегодняшних условиях, оставив при этом текст полностью неизменным (за исключением сносок в качестве объяснения) [\[355\]](#). Каждая глава книги завершается комментариями, в которые я включил недавние примеры, наглядно демонстрирующие, насколько важными — и обеспечивающими свободу действий инвестора — остаются принципы Грэхема и сегодня [\[356\]](#).

Я завидую тому волнению и тем знаниям, которые вы получите, читая Грэхема впервые — или даже перечитывая книгу в третий или четвертый раз. Как и вся классическая литература, эта книга изменяет наше

восприятие мира и вместе с тем обновляется сама именно благодаря тому, что обучает нас. И чем больше вы читаете ее, тем лучше она становится. С Грэхемом в качестве наставника вы как инвестор точно станете намного рассудительнее.

---

**notes**

## **Примечания**

*Джон Раскоб (1879-1950) был директором гигантской химической корпорации Du Pont и главой финансового департамента корпорации General Motors. Он также возглавлял Демократическую партию и был одним из ярых сторонников строительства Empire State Building. В соответствии с расчетами профессора финансов Джереми Сигела капитал, согласно предположениям Раскоба, вырос бы примерно до 9000 долл. через 20 лет, несмотря на то, что инфляция съела бы при этом большую часть прибыли. более подробно с точкой зрения Раскоба на долгосрочное инвестирование в акции можно ознакомиться в эссе финансового консультанта Уильяма Бернштейна на Web-странице [www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm](http://www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm) далее примечания Джейсона Цвейга, если не указано иное.)*

*Короткая дискуссия "Грэхема состоит из двух частей и представлена в главах 1 и 8. Более подробная информация о теории Доу приведена на Web-странице <http://viking.som.yale.edu/will/dow/dowpage.html>.*

*Взаимные инвестиционные фонды покупают акции, не зарегистрированные на бирже, в частных сделках, потом сразу же переоценивают эти акции и по более высокой стоимости выставляют на продажу (см. определение Грэхема в примечаниях к книге). Это позволило таким предприимчивым фондам заявлять о необоснованно высоких уровнях доходности в середине 1960-х годов. Комиссия США по ценным бумагам и фондовой бирже в 1969 году приняла жесткие меры по отношению к таким злоупотреблениям. Варианты рассмотрены в главе 16.*



*Корпорация The Perm Central Transportation, в то время самая крупная железнодорожная компания в США, начала процедуру защиты от банкротства 21 июня 1970 года, шокируя инвесторов, которые не ожидали, что такая гигантская компания потерпит крах (см. главу 17). Под компаниями с чрезмерной задолженностью Грэхем подразумевал Ling-Temco-Vought и National General Corp. (см. главы 17 и 18). Проблемы с платежеспособностью на Уолл-Стрит возникли с 1968 по 1971 годы, когда несколько брокерских домов внезапно обанкротились.*

*См. главу 2. На начало 2003 года облигации Казначейства США со сроком погашения 10 лет приносили доходность на уровне 3,8%, в то время как акции (в соответствии с фондовым индексом Доу-Джонса) приносили доходность 1,9%. (Обратите внимание на то, что цифры практически не отличаются от данных 1964 года, которые приводит Грэхем.) Доходность облигаций наиболее высокого качества стабильно падает с 1981 года.*

*"Акции авиатранспортных компаний", подобно акциям Интернет-компаний полвека спустя, вызывали чрезвычайный ажиотаж в конце 1940-х-начале 1950-х годов. Среди наиболее горячих взаимных инвестиционных фондов этого периода были Aeronautical Securities и Missiles-Rockets-Jets Automation Fund. Они, как и акции компаний, которыми они владели, потерпели инвестиционную катастрофу. Сегодня общеизвестно, что кумулятивная доходность за всю историю авиационной индустрии была отрицательной. Урок, который преподносит Грэхем, состоит не в том, что вам следует избегать приобретения акций авиационных компаний, а в том, что вам никогда не стоит поддаваться "уверенности" в том, что эта отрасль принесет вам в будущем более высокую доходность, чем остальные.*

*Реальные активы включают в себя физическое имущество компании (типа недвижимости, заводов, оборудования и запасов), а также ее финансовые активы (такие как наличные средства, краткосрочные инвестиции и дебиторская задолженность) – К реальным активам не принадлежат торговые марки, авторские права, патенты, франшизы и гудвилы. О стоимости материальных активов см. ссылку в главе 8.*

*Benjamin Graham, David L. Dodd, Sidney Cottle, and Charles Tatham, McGraw-Hill, 4th ed., 1962. Точная копия книги Security Analysis была издана в 1996 году издательством McGraw-Hill.*

Цитата из книги Лоренса Чемберлена *Investment and Speculation*, издание 1931 года.

В исследовании, которое проводил совет директоров Федеральной резервной системы.

*Исследование, которое цитирует Грэхем, было проведено по заказу Федеральной резервной системы Мичиганским университетом и опубликовано в Federal Reserve Bulletin в июле 1948 года. Участникам опроса предлагалось оценить следующую ситуацию: "Предположим, человек решает не расходовать свои деньги. Он может либо положить их в банк, либо вложить в облигации, либо инвестировать. Как вы думаете, каким на сегодня будет самое разумное решение по размещению денежных средств - положить их в банк, купить на них облигации, инвестировать в недвижимость или купить на них обыкновенные акции?" Только 4% предположили, что обыкновенные акции могут принести "удовлетворительную" доходность; 26% посчитали такие вложения "небезопасными", или "азартными". С 1949 по 1958 год на фондовом рынке были отмечены одни из наиболее высоких показателей доходности для 10-летнего периода за всю историю этого рынка. Среднегодовая доходность составила 18,7%. Сходное исследование провел журнал Business Week в конце 2002 года. Согласно его результатам, только 24% инвесторов изъявили желание расширить свои вложения в акции взаимных инвестиционных фондов или увеличить их в портфеле акций. Тремя годами раньше этот показатель составлял 47%.*



*Спекуляция выгодна с двух сторон. Во-первых, без нее новые компании, выходящие на рынок капитала (например, Amazon.com или ранее Edison Electric Light Co.) никогда не смогли бы получить необходимый для расширения своего бизнеса объем средств. Шанс получить огромную прибыль за короткий промежуток времени является той "смазкой", которая способствует инновациям. Во-вторых, риск изменяется (но никогда не устраняется) при каждой покупке или продаже акций. Покупатель рискует в основном из-за того, что курс акции может упасть; продавец же — что курс акций может возрасти!*

Счет маржи предоставляет возможность покупать акции с использованием денег, которые вы одалживаете в брокерской конторе. Инвестируя одолженные деньги, вы увеличиваете деньги в том случае, когда стоимость ваших акций возрастает, но можете прогореть, если их стоимость снизится. Поручительство по займу является стоимостью инвестиций на вашем счете — таким образом, вам нужно будет вложить больше денег, если стоимость акции упадет ниже суммы, которую вы одолжили. Больше информации о счетах маржи можно получить на следующих Web-страницах: [www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm](http://www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm), [www.sia.com/publications/pdf/MarginsA.pdf](http://www.sia.com/publications/pdf/MarginsA.pdf) и [www.nyse.com/pdfs/2001\\_factbook\\_09.pdf](http://www.nyse.com/pdfs/2001_factbook_09.pdf)

*Издание 1965 года, с. 8.*

*Перечитайте еще раз это изречение Грэхема и обратите внимание на то, что говорит этот величайший из экспертов по вопросам инвестирования: невозможно предугадать значения рыночной стоимости ценных бумаг. И при дальнейшем чтении книги обращайтесь внимание на то, каким образом Грэхем пытается помочь вам осознать эту истину. Поскольку вы не можете предсказать поведение финансовых рынков, вам стоит научиться предсказывать и контролировать свое собственное поведение.*

*Насколько сбываются прогнозы Грэхема? На первый взгляд кажется, что очень хорошо: с начала 1972 года и до конца 1981 года доходность по акциям в среднем за год составляла 6,5%. (Грэхем не определил сроки для своего прогноза, но можно предположить, что он рассматривал период времени 10 лет.) Тем не менее уровень инфляции на протяжении этого периода достиг 8,6% в год, съедая всю прибыль, которая была получена по акциям. В этой части главы Грэхем рассматривает доходность акций фактически с позиции т.н. "уравнения Гордона", в соответствии с которым ожидаемая доходность акций представляет сумму текущей дивидендной доходности и ожидаемого темпа прироста прибыли. С учетом текущей дивидендной доходности в 2% в начале 2003 года и долгосрочного темпа роста прибыли в 2%, а также уровня инфляции чуть выше 2%, годовая доходность от владения акциями, по грубым подсчетам, в среднем может составлять 6% (см. Комментарии к главе 3 на сайте издательства [www.williamspublishing.com](http://www.williamspublishing.com) на странице, посвященной книге Разумный инвестор).*

Здесь мы предполагаем, что обычный инвестор платит налог на дивиденды по максимальной ставке 40% и налог на прибыль от прироста капитала — в размере 20%.

*С 1997 года, когда на рынок были выведены ценные бумаги Казначейства США, защищенные от инфляции (Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS), акции перестали быть наилучшим выбором для тех инвесторов, которые хотели уберечь свои вложения от инфляции. TIPS, в отличие от других долговых обязательств, растут в цене, если происходит рост индекса потребительских цен, эффективно защищая инвестора от потери денег при инфляции. Акции не дают такой гарантии и являются относительно слабым инструментом хеджирования при высоких уровнях инфляции. (Более детально см. главу 2.)*

*Сегодня наиболее распространенными альтернативами фондовому индексу Доу-Джонса являются индекс Standard Poor's 500 (SP) и индекс Wilshire 5000. Индекс SP рассчитывается на основании курса акций 500 крупных, хорошо известных компаний, которые составляют 70% общей капитализации рынка акций США. Динамика индекса Wilshire 5000 соответствует динамике доходности акций практически каждой крупной компании в Америке (примерно 6700). Но с того времени, когда наиболее крупные компании стали определять большую часть величины индекса, его доходность примерно такая же, как и по SP 500 (см. главу 9).*



*См. главы 13 и 14.*

*Более глубокий анализ представлен в главе 6.*

*Детальнее "хорошо сформированные инвестиционные фонды" рассмотрены в главе 9. "Профессиональное управление" с помощью известной инвестиционно-консультационной компании обсуждается в главе 10. Принцип усредненного денежного инвестирования объясняется в главе 5.*

*См. главу 8.*

Заняв "короткую" позицию в торговле акциями, вы тем самым ставите на то, что цена акции упадет, а не вырастет. "Короткие" продажи проходят в три этапа. Сначала вы одалживаете акции у того, кто ими владеет, потом сразу же продаете их и, наконец, по прошествии определенного времени, покупаете акции этой же компании и возвращаете их тому, у кого они были одолжены. Если рыночная стоимость этих акций падает, то вы можете купить акции на замену по более низкой цене. Разница между ценой продажи одолженных акций и ценой покупки акций, предназначенных для возврата, и составляет вашу прибыль (которая уменьшается на сумму дивидендов, процентов и платы за услуги брокерской компании). Но если курс акций растет, а не падает, то ваш потенциальный убыток может достичь колоссальной величины, что делает "короткие" позиции неприемлемо спекулятивными для большинства индивидуальных инвесторов.

Наблюдая в конце 1980-х годов рост количества враждебных корпоративных слияний и выкупов контрольных пакетов акций за счет кредитов, финансовые компании создали специальную инфраструктуру для обмена информацией о такого рода сделках — арбитражные доски объявлений (*institutional arbitrage desks*) — с тем, чтобы извлекать прибыль из любых ошибок в ценообразовании акций, допускаемых сторонами в рамках этих сложных операций. Данная практика зарекомендовала себя столь хорошо, что практически исчезла возможность получить легкую прибыль, и многие такие доски были закрыты. Несмотря на то, что Грэхем и дальше обсуждает такие операции (см. главу 7), они больше не существуют или просто неприемлемы для большинства людей, поскольку стоящую прибыль можно получить, только вкладывая в них многомиллионные средства. Богатые люди и организации могут использовать эту стратегию с помощью хеджинговых фондов, которые специализируются на арбитраже поглощений или слияний.

*В конце 1990-х годов этому совету — который вполне может быть приемлем для разного рода неправительственных и благотворительных фондов, имеющих практически бесконечный инвестиционный горизонт, — предлагалось следовать уже и индивидуальным инвесторам, чьи жизненные "горизонты" (увы!) ограничены. В книге *Stocks for the Long Run*, вышедшей в 1994 году, профессор финансов Джереми Сигел из бизнес-школы Университета Вартона рекомендовал инвесторам, склонным к риску, использовать механизм маржинальной торговли, дополнительно одалживая еще треть от величины собственного капитала для того, чтобы поместить 135% своих активов в акции. Даже представители правительственных организаций вкладывали деньги в соответствии с этим принципом: в феврале 1999 года Ричард Диксон, государственный казначей штата Мэриленд, сказал на конференции, посвященной инвестированию: "Я не вижу никакого смысла в том, чтобы кому-то было выгодно вкладывать свои деньги в облигации".*

*Уровень цен в 1957 году = 100. Если использовать новую базу (1967=100), то средняя для 1967 года цена составляет 116,3 для потребительских цен и 110,4 для оптовых. Среднее значение за период 1941-1943 годов равно 10.*



*Использованы данные за 1946 год.*

*Это одно из немногих ошибочных суждений Грэхема. В 1973 году, всего лишь через два года после установления президентом Ричардом Никсоном контроля заработной платы и цен, инфляция достигла 8,7% — самого высокого уровня со времен Второй мировой войны. Десятилетие с 1973 по 1982 год было периодом наиболее высокой инфляции в современной истории США — стоимость жизни за это время более чем удвоилась.*

Написано до того, как президент Никсон в 1971 году заморозил цены и заработную плату, а затем приступил к "Фазе 2" своей реформы. Эти важные мероприятия подтверждают изложенные мысли.

Доходность использования активов для 425 акций промышленных компаний, входящих в список фондового индекса Standard Poor's, составляла примерно 11,5%. Это частично объясняется включением в состав этого индекса акций крупной высокодоходной корпорации *IBM*, которая не входит в число 30 акций фондового индекса Доу-Джонса.

*Прибыль делится на 1955 среднегодовую величину бухгалтерской стоимости акционерного капитала.*

*Данные за 1950 и годы получены от Cottle and Whitman; за 1960-1969 годы взяты из журнала Fortune.*

Данные компании *American Telephone Telegraph*, опубликованные в 1971 году, свидетельствуют о том, что плата за телефон для граждан в 1970 году была немного ниже, чем в 1960 году.

*Джон Пирпойнт Морган был наиболее влиятельным финансистом конца XIX — начала XX века, которого постоянно спрашивали, что дальше будет происходить на фондовом рынке. Он разработал довольно короткий и безошибочно аккуратный ответ: "Он будет изменяться". См. JeanStrouse, Morgan, American Financier (Random House, 1999), p. 11.*



*Петер Бернстейн, глубокий исследователь природы инвестиционной деятельности, считает, что Грэхем был "чудовищно неправ" в отношении драгоценных металлов, особенно золота, рост цены которого (по крайней мере, после написания Грэхемом этой главы) показал убедительную способность опережать темпы инфляции. Финансовый аналитик Вильям Бернстейн согласен, что минимальные вложения в драгоценные металлы (скажем, 2% общей стоимости ваших активов) слишком незначительны, чтобы существенно повлиять на общие доходы, если золото приносит низкую доходность. Но если золото по-настоящему прибыльно, оно часто обеспечивает ошеломляющий уровень доходности — иногда свыше 100% в год, — что придает "блеск" инвестиционному портфелю. Но все же разумный инвестор избегает прямого инвестирования в золото из-за высоких издержек на его хранение и страхование; вместо этого он ищет хорошо диверсифицированный инвестиционный фонд, который специализируется на акциях компаний, работающих с драгоценными металлами. Ограничьте свою долю 2% общей стоимости своих активов (или, возможно, 5%, если вам перевалило за 65).*

*Имеются средние значения индексов Standard Poor's и Доу-Джонса отдельно для коммунальных и транспортных (в основном, железнодорожных) компаний. С 1965 года рассчитывается специальный индекс Нью-йоркской фондовой биржи, учитывающий движение всех котирующихся на ней обыкновенных акций.*

Окончательные результаты этого исследования представлены в работе Lawrence Fisher and James H. Lorie, "Rates of Return on Investments in Common Stock: the Year-by-Year Record, 1926-1965", The Journal of Business, vol. XLI, no. 3 (July, 1968), p. 291-316. О значении этого исследования см. на сайте [http://library.dfaus.com/reprints/work\\_of\\_art](http://library.dfaus.com/reprints/work_of_art)

Выполнено Центром по исследованию цен акций при Чикагском университете в рамках гранта *Charles E. Merrill Foundation*.

*Коэффициент P/E для акции или для средних значений рынка (например, для индекса S P 500) — простое средство для измерения "температуры" фондового рынка. Если, к примеру, компания заработала 1 долл. чистой прибыли на одну акцию в предыдущем году и ее акции сейчас продаются по цене 8,93 долл. за штуку, то значение P/E будет составлять 8,93. Если же акция продается по цене 69,7 долл., то соотношение между ее ценой и чистой прибылью будет равно 69,7. В целом значение P/E меньше 10 рассматривается как низкое, от 10 до 20—как среднее, а свыше 20 — как высокое. Более подробно коэффициент P/E описан в главе 7.*

*Данные таблицы основаны на цифрах, взятых из статьи N. Molodovsky, "Stock Values and Stock Prices", Financial Analysts Journal, May 1960. Они, в свою очередь, перепечатаны из изданий Cowles Commission book Common Stock Indexes до 1926 года и из источников информации о составном индексе SP 500 до 1926 года.*

*Данные о среднем уровне роста являются расчетами Молодовски для успешных периодов продолжительностью в 21 год, которые заканчиваются в 1890, 1900 и т.д. годах.*

*Уровень роста для 1968-1970 годов по сравнению с 1958-1960 годами.*



*Уровень роста для 1968-1970 годов по сравнению с 1958-1960 годами.*

*Эти данные относительно роста представлены для 1954-1956 годов по сравнению с 1947-1949 годами, для 1961-1963 годов против 1954-1956 и для 1968-1970 годов против 1958-1960.*

*Эти данные относительно роста представлены для 1954-1956 годов по сравнению с 1947-1949 годами, для 1961-1963 годов против 1954-1956 и для 1968-1970 годов против 1958-1960.*

*Эти данные относительно роста представлены для 1954-1956 годов по сравнению с 1947-1949 годами, для 1961-1963 годов против 1954-1956 и для 1968-1970 годов против 1958-1960.*

*Календарные годы с 1948 по 1968 год плюс год, который закончился в июне 1971 года.*

*(б) Доходность для облигаций класса AAA (Standard and Poor).*

Написано в начале 1971 года, когда стоимость фондового индекса Доу-Джонса составляла приблизительно 940. Противоположное мнение, преобладавшее на Уолл-стрит, было проиллюстрировано в подробном исследовании, по результатам которого стоимость фондового индекса Доу-Джонса в среднем должна была достичь 1520 в 1975 году. Эта цифра может ассоциироваться с более низкой оценкой, скажем, на уровне 1200 в середине 1971 года. В марте же 1972 года фондовый индекс Доу-Джонса был опять на уровне 940 после временного падения до 798. (И опять Грэхем оказался прав. "Подробное исследование", о котором он упомянул, было слишком оптимистичным для всего десятилетия: стоимость закрытия фондового индекса Доу-Джонса не поднималась выше 1520 до 13 декабря 1985 года!)

*См. Резюме Грэхема в главе 2.*



Более высокий уровень посленалоговой доходности можно получить от *Industrial Revenue Bonds* — относительно новых финансовых инструментов. Особый интерес они могут представлять для активного инвестора.

*Возражения Грэхема против инвестиций в высокодоходные облигации сегодня можно смягчить в связи с тем, что инвестору доступны акции взаимных фондов, которые распределяют риск и тщательно изучают потенциально возможные для покупки "бросовые облигации" (Для получения более детальной информации см. Комментарии к главе 6 на сайте издательства [www.williamspublishing.com](http://www.williamspublishing.com) на странице, посвященной книге Разумный инвестор.)*

*Облигаций New Housing и New Community debentures больше нет. Облигации New Housing Authority были выкуплены Министерством по жилищному строительству и городскому развитию (Department of Housing and Urban Development (HUD)), и они не выпускались с 1974 года. New Community debentures также были выкуплены этим министерством. На протяжении 1975 года было эмитировано на 350 млн. долл. этих обязательств, но программа закончилась в 1983 году.*

*"Купоном" по облигациям является его процентная ставка; облигации с "низким купоном" обеспечивают на фондовом рынке уровень процента прибыли ниже среднего.*

*Хотя логика Грэхема остается в силе, ставки налогообложения изменились. Корпорация сейчас уплатит примерно 24,50 долл. налога на 100 долл. дивидендов по привилегированным акциям, в то время как налог на 100 долл. процентного дохода составляет 35 долл. Индивидуальные инвесторы платят такой же налог на дивиденды по такой же ставке, что и на процентный доход, т.е. привилегированные акции никаких привилегий им не предоставляют.*

*В начале 1949 года средняя годовая доходность акций за предшествующие 20 лет составляла 3,1% против 3,9% по инвестициям в долгосрочные казначейские обязательства. Это означает, что 10 тыс. долл., вложенных в акции, на протяжении этого периода выросли до 18,4 тыс. долл., а тот же объем инвестиций в облигации превратился в 21,4 тыс. долл. Вполне естественно, что 1949 год был благоприятным периодом для приобретения акций: на протяжении следующего десятилетия ежегодный темп роста фондового индекса Standard Poor's 500 составлял 20,1%, что стало одним из наиболее лучших показателей долгосрочной доходности в истории фондового рынка Соединенных Штатов Америки.*

*Более ранние комментарии Грэхема по этому вопросу приведены в главе 1. Просто представьте себе, что он думал бы. о фондовом рынке в конце 1990-х годов, когда каждое новое повышение курсов воспринималось как дальнейшее "доказательство" того, что акции — это безрисковый путь к обогащению!*

Значение фондового индекса Доу-Джонса при закрытии торгов 3 сентября 1929 года (381,17) было рекордно высоким. Такого уровня впоследствии не было впредь до 23 ноября 1954 года, т.е. больше четверти столетия, когда он достиг значения 382,74. (Когда вы высказываете намерение приобрести акции "для долгосрочного периода", отдаете ли вы себе отчет в том, насколько долгим может быть этот долгосрочный период — или что многие инвесторы, которые покупали акции в 1929 году, не дожили до 1954 года?) Но все же для терпеливых инвесторов, которые реинвестируют свой доход, доходность акций была позитивной на протяжении этого все же мрачного периода просто потому, что дивидендная доходность в среднем составляла свыше 5,6% в год. В соответствии с данными профессоров Элроя Димсона, Пола Марша и Майка Стаунтона из Лондонской школы бизнеса, если бы вы инвестировали 1 долл. в акции США в 1900 году и использовали все свои дивиденды на потребление, то стоимость вашего портфеля акций выросла бы в 2000 году до 198 долл. Но если бы вы реинвестировали все свои дивиденды, то стоимость вашего портфеля на сегодня составляла бы 16 тыс. долл.! Вне всякого сомнения, дивиденды — это наиболее привлекательная сторона при покупке акций.



*Почему "высокие цены" акций влияют на дивидендную доходность? Последняя представляет собой отношение денежных дивидендов к цене одной обыкновенной акции. Если компания выплачивает ежегодно 2 долл. дивидендов при цене одной акции 100 долл., и то доходность составляет 2%. Но если цена акции удваивается, а дивиденды при этом остаются неизменными, то дивидендная доходность падает до 1%. В 1959 году, когда тенденция, которую Грэхем предсказал в 1957 году, стала заметна для каждого, большинство экспертов с Уолл-стрит заявляли, что это не может продолжаться достаточно долго. Никогда раньше доходность акций не была ниже доходности облигаций. Кроме того, поскольку акции — более рискованный инструмент, чем облигации, зачем кому-то покупать их, если они не обеспечивают дополнительные дивиденды для компенсации более высокой степени риска? Эксперты уверяли, что доходность облигаций будет превышать доходность акций на протяжении максимум нескольких месяцев и состояние фондового рынка вернется к "нормальному". Более чем четыре десятилетия спустя соотношение все еще не было нормальным: доходность по акциям (как и в дальнейшем) оставалась ниже доходности по облигациям.*

*См. две последние страницы главы 2 и первые страницы главы 4.*

*Несколько иной взгляд на диверсификацию представлен в сносках в Комментариях к главе 14 на сайте издательства [www.williamspublishing.a](http://www.williamspublishing.a)*  
Разумный инвестор.

*Сегодня пассивный инвестор должен настаивать самое меньшее на десятилетней истории постоянных дивидендных выплат (это требование исключит из рассмотрения только одного представителя фондового индекса DJIA — компанию Microsoft — и оставит для рассмотрения, как минимум, 317 акций из 500, формирующих фондовый индекс Standard Poofs 500). Даже если настоять на 20-летней истории непрерывных выплат дивидендов, такое ограничение не создаст слишком много препятствий. В соответствии с исследованиями компании Morgan Stanley, 255 компаний, входящих в расчетную базу индекса Standard Poor's 500 в конце 2002 года отвечали этому стандарту.*

*С помощью так называемого "Правила 72" удобно определять период времени, за который произойдет удвоение той или иной величины. Для этого следует разделить 72 на ее темп роста. Например, если ежегодный темп роста составляет 6%, то инвестированная сумма удвоится за 12 лет (72 делим на 6 и получаем 12). Для ежегодного темпа роста в 7,1%, рассматриваемого Грэхемом, значение EPS для "акций роста" удвоится примерно за десять лет ( $72 / 7,1 = 10,1$  года).*

*Грэхем упоминает об этом в главе 3.*

*Чтобы продемонстрировать, что анализ Грэхема справедлив и сегодня, можно заменить ЮМ на Microsoft и Texas Instrumental на Cisco. Эти события отделяют 30 лет, но результаты поразительно схожи: акции Microsoft упали в цене на 55,7% с 2000 по 2002 год, а акции Cisco, курс которых вырос примерно в 50 раз на протяжении предыдущих шести лет, потеряли за этот же период 76% стоимости. Как и в случае с Texas Instruments, падение рыночной стоимости акций компании Cisco было боже резким, чем падение ее прибыли, которая снизилась на 39,2% (если сравнивать среднее трехлетнее значение за 1997-1999 годы со средним за 2000-2002). Как обычно, чем большей популярностью пользуются акции, тем сильнее они падают.*

*Коэффициент "кратности прибыли"—это синоним коэффициента "цена акции / прибыль" (P/E), который показывает, во сколько инвесторы оценивают прибыльность соответствующего бизнеса. (См. Комментарии в главе 3.)*



*В настоящее время инвесторы могут создать собственную автоматизированную систему для мониторинга качества своих портфелей с использованием т.н. интерактивных "наблюдателей портфеля", расположенных на таких сайтах, как [www.quicken.com](http://www.quicken.com), [moneycentral.msn](http://moneycentral.msn) [www.morningstar.com](http://www.morningstar.com) Грэхем все же не советует полностью полагаться на такие системы, так как вы должны исходить из собственного анализа в дополнение к специализированным программам.*

"Practical Formulas for Successful Investing", *Wilfred Funk, Inc.*, 1953.

*Чтобы обновить данные Грэхема, умножьте каждую сумму в долларах на пять.*

В рамках современного математического подхода к выбору инвестиционных решений обычно под "риском" понимается величина разброса вокруг среднего значения интересующей нас переменной, или ее изменчивость, волатильность (см., к примеру, Richard Brealey "An Introduction to Risk and Return", *The M.I.T. Press*, 1969). Мы считаем, что слово "риск", в основном, носит разрушительный характер при принятии разумных решений в области инвестиционной деятельности, поскольку при его анализе слишком сильный акцент делается на колебаниях фондового рынка.

Все 30 компаний из списка фондового индекса Доу-Джонса в 1971 году отвечали этому стандарту.

*Сегодня, чтобы считаться "большой", общая рыночная стоимость акций (или "рыночной капитализации") компании на фондовом рынке должна составлять, по крайней мере, 10 млрд. долл. В соответствии с данными сайта <http://screen.yahoo.com/stocks.html>, на начало зрительно 300 таких компаний.*

Здесь Грэхем оговорился. После утверждения в главе 1, что "предприимчивость" инвестора определяется не объемом риска, который он готов взять на себя, а объемом работы, который он готов проделать, Грэхем возвращается к традиционной точке зрения, согласно которой предприимчивый инвестор более "агрессивный". Но дальше по тексту главы становится понятно, что Грэхем придерживается изначального определения. (Великий английский экономист Джон Мейнард Кейнс первым употребил термин "предприимчивость" в качестве синонима аналитической инвестиционной деятельности.)

*"Облигации с высокими купонами" — корпоративные облигации, процентная ставка по которым выше среднего уровня (по меркам сегодняшнего фондового рынка — не меньше 8%), или привилегированные акции, по которым выплачиваются высокие дивиденды (10% и выше). Если компания вынуждена выплачивать высокие процентные ставки с целью привлечения заемных средств, это — главный сигнал того, что мы имеем дело с рискованными инвестициями. Более подробно о высокодоходных и "бросовых" облигациях читайте далее в этой главе.*



*В начале 2003 года величина эквивалентной доходности составляла примерно 5,1% для высококачественных корпоративных облигаций и 4,7% — для безналоговых муниципальных облигаций со сроком погашения 20 лет.*

В 1970 году компания *Milwaukee road* объявила о больших убытках. Она временно приостановила процентные выплаты по своим доходным облигациям, и цена 5%-ных облигаций упала до 10.

Более свежий пример, который с новой силой подтверждает точку зрения Грэхема, приведен далее в этой главе. f Цены облигаций котируются в процентном соотношении к "номинальной стоимости" или к 100%. Если цена облигации составляет 85, то это означает, что она продается за 85% ее номинальной стоимости. Если при номинале 10 тыс. долл. цена продажи составляет 85, то это означает, что она стоит 8,5 тыс. долл. Облигации, которые продаются ниже 100, называются облигациями с дисконтом, а облигации, продаваемые выше 100, — облигациями с премией.

Например: привилегированные акции компании *Cities Service* с размером дивидендов 6 долл. на одну акцию, дивиденды по которым не выплачивались, продавались по низким ценам на уровне 15 в 1937 году и 27 в 1943 году, когда величина накопленных и невыплаченных дивидендов достигла 60 долл. на одну акцию. В 1947 году эти акции были заменены на 3%-ные облигации по цене 196,50 долл. за каждую, и они продавались по цене 186.

В статистическом исследовании, осуществленном под руководством Национального бюро по экономическим исследованиям, отмечается, что этот случай действительно имел место. Грэхем ссылается на книгу У. Брэддока Хикмана *Corporate Bond Quality and Investor Experience* (Princeton University Press, 1958). Книга Хикмана впоследствии вдохновила Майкла Милкена из *Drexel Burnham Lambert* разработать схему финансирования бизнеса компаний с низким кредитным рейтингом за счет выпуска высокодоходных облигаций с тем, чтобы помочь их руководству выкупить контрольный пакет акций и противостоять враждебному слиянию компаний, популярному в конце 1980-х годов.

*Новые выпуски обыкновенных акций — т.н. IPO — обычно продаются с учетом т.н. "андеррайтингового дисконта" (встроенной комиссии) в размере 7%. Для сравнения: комиссия, уплачиваемая покупателем при операциях со старыми выпусками обыкновенных акций, обычно составляет около 4%. Если на Уолл-стрит оплата услуг по продаже новых акций устанавливается в два раза выше, чем для продажи старых акций, то это означает, что новые акции тяжело продавать.*

За два года, с июня 1960 по май 1962, более 850 компаний впервые вышли со своими IPO на фондовый рынок, что означает появление в среднем больше одного нового выпуска акций в день. В конце 1967 года рынок IPO опять разогрелся. В 1969 году удивительным образом на нем было предложено 781 IPO. Это сверхпредложение помогло сформировать "медвежий" рынок в 1969 году и на протяжении 1973-1974 годов. В 1974 году фондовый рынок IPO настолько замер, что на протяжении всего года инвесторам было предложено только девять новых выпусков акций; в 1975 году появилось только 14 новых выпусков. Этот недостаток предложения IPO, в свою очередь, подпитал "бычьи" настроения рынка в 1980-х годах, на протяжении которых около 4000 новых выпусков акций наполнили фондовый рынок. Это подхлестнуло энтузиазм участников фондового рынка и в итоге привело в 1987 году к биржевому краху. Потом на рынке наблюдалась противоположная тенденция, когда в 1988-1990 годах IPO вновь исчезли. Нехватка новых предложений акций опять способствовала формированию "бычьего" рынка в 1990-х годах. И опять на Уолл-стрит запустили механизм создания новых IPO, результатом которого стал выпуск около 5000 IPO. Потом, когда в 2000 году "пузыри" лопнули, в 2001 году были зарегистрированы только 88 IPO — самое малое количество за год начиная с 1979 года. В каждом случае инвесторы замирали на несколько лет после того, как "обжигались" на новых IPO, но затем всегда возвращались за очередной порцией "ожогов". Все время, на протяжении которого существует фондовый рынок, инвесторы проходят через такой маниакально-депрессивный цикл. В течение первого большого бума IPO в США в 1825 году наблюдались панические спекулятивные попытки во что бы то ни стало купить акции нового банка Southwark. Наиболее богатые покупатели даже шли на преступления ради этого. Уже в 1829 году эти акции потеряли примерно 25% своей стоимости.

*Здесь Грэхем описывает предложение прав, в соответствии с которыми инвесторам, уже владеющим акциями, предлагают дополнительно вложить деньги для обеспечения такого же пропорционального участия в уставном капитале компании. Эта форма финансирования бизнеса, все еще широко распространенная в Европе, в Соединенных Штатах Америки используется уже меньше, за исключением инвестиционных фондов закрытого типа.*



*Во времена Грэхема большинство инвестиционных банков с хорошей репутацией в целом придерживались прозрачных правил относительно сделок с IPO, с точки зрения которых нечестная игра с неопытными инвесторами считалась недостойным делом. Но все же во время пика бума IPO в конце 1999-начале 2000 года наиболее крупные инвестиционные фонды Уолл-стрит работали на рынке "на полную катушку". Более слабые фирмы отказывались от традиционно осмотрительной деятельности и действовали подобно пьяным сумасшедшим поклонникам армрестлинга в своих попытках навязать акции разыгравшимся индивидуальным инвесторам по курьезно завышенным ценам. Анализ Грэхема того, как происходит размещение IPO, входит в число обязательных дисциплин, изучаемых на лекциях по этике для служащих инвестиционных банков, если таковые, конечно, существуют.*

Репрезентативная выборка 41 акции из *Stock Guide* компании *Standard Poor's* показывает, что пять из них потеряли 90 и даже больше процентов от своей самой высокой цены, 30 — более половины цены и вся группа в целом — примерно две трети стоимости. Многие из неперечисленных в *Stock Guide* акций, несомненно, столкнулись в целом с более серьезным сокращением цен.

*Как уже отмечалось (в одной из сносок в главе 4), облигации New Housing Authority и New Community больше не выпускаются.*

Сегодня эти "низкокачественные облигации", попадающие под категорию "особых частных случаев", известны как облигации в состоянии дефолта. Когда компания находится (или приближается) к банкротству, ее обыкновенные акции практически ничего не стоят, так как, согласно законодательству США, позиции держателей облигаций на предмет возмещения им средств, вложенных в них, гораздо сильнее, чем позиции держателей обыкновенных акций. Однако, если компания успешно проведет реструктуризацию и угроза банкротства исчезнет, тогда держатели облигаций часто получают акции новой компании. При этом стоимость облигаций обычно возвращается к нормальному уровню, как только компания в состоянии опять выплачивать проценты по облигациям. Поэтому по доходности инвестиций облигации проблемной компании могут быть сопоставимы с акциями "здоровой" компании. Именно это имел в виду Грэхем, когда указывал, что "нет различий между облигациями и обыкновенными акциями".

См. Tomlinson, Lucile, "Practical Formulas for Successful Investing" и Cottle, Sindy, and W.T. Whitman, "Investment Timing: The Formula Approach", опубликованные в 1953 году.

*Хорошо разберитесь в том, что Грэхем пытается объяснить. В 1972 году, при написании этих строк, он считал, что период с 1949 года (т.е. более 22 лет) — слишком короток для обоснования надежных выводов! Поскольку Грэхем в совершенстве владеет математическим аппаратом, он никогда не забывает о том, что для объективных выводов нужна большая выборка данных, соответствующая более длительному периоду времени. Шарлатаны, которые предлагают "испытанные временем" хитроумные новинки по отбору акций, всегда основывают свои выводы на незначительных выборках, использовать которые Грэхем никогда и не пытался (обычно он использовал цикл 50 лет для анализа данных минувшего периода).*

*Компанию с обычными результатами нельзя, не запутавшись в терминах, назвать компанией роста, а ее акции — "акциями роста" просто потому, что ее сторонники ожидают, что в будущем темпы увеличения ее прибыли будут выше среднерыночных. Это просто "обещающая компания". (Грэхем делает тонкое, но очень важное замечание: если, по определению, "компанией роста" считается компания, которая достигнет успеха в будущем, то такую формулировку нужно считать не определением, а принятием желаемого за действительное. Это подобно провозглашению спортивной команды "чемпионом" до завершения соревнований. Принятие желаемого за действительное существует и сегодня. В частности, в некоторых взаимных инвестиционных фондах под портфелями "роста" понимаются такие портфели, акции в которых обладают "потенциалом роста выше среднего" и "благоприятными перспективами относительно роста прибыли". Более подходящим определением могло бы быть следующее: "Растущей" считается компания, чистая прибыль которой в расчете на одну акцию в среднем ежегодно увеличивалась минимум на 15% на протяжении, по крайней мере, пятилетнего периода. (Хотя соответствие такому определению в прошлом вовсе не гарантирует, что компания сохранит его и в будущем.)*

*Сегодня активный инвестор может получить такой список, посетив Web-сайты: [www.morningstar.com](http://www.morningstar.com) (воспользуйтесь опцией Stock Quickrank)*



На протяжении десяти лет, до 31 декабря 2002 года включительно, инвестиционные фонды, вкладывающие средства в деятельность быстрорастущих компаний — сегодняшний эквивалент фондов, которые Грэхем называл "фондами роста", — в среднем вышли на 5,6% годовой доходности, что в среднем было на 3,7 процентного пункта меньше, чем в целом по фондовому рынку. Но и фонды, инвестирующие в "выгодные акции" крупных компаний с более реально оцененными акциями, на протяжении этого периода также заработали в год меньше (на 1 процентный пункт), чем фондовый рынок в целом. Заключается ли проблема в основном в том, что "фонды роста" не могут осуществить разумный выбор акций, которые превзойдут рынок в будущем? Или же проблема в том, что расходы на деятельность среднего инвестиционного фонда (независимо от того, покупает он "акции роста" или "выгодные акции") превышают любые дополнительные доходы, которые менеджеры могут заработать за счет правильного выбора акций? Чтобы оценить финансовое положение инвестиционных фондов по типам, посетите сайт [www.morningstar.com](http://www.morningstar.com), вкладку "Categ", характер состояния различных инвестиций подробно показан на сайте [www.callan.com/resource/periodic\\_table/pertable.pdf](http://www.callan.com/resource/periodic_table/pertable.pdf).

*Грэхем приводит этот совет, чтобы напомнить о том, что активный инвестор — это не тот, кто подвергает себя риску выше среднего по рынку или приобретает акции "агрессивного роста". Активный инвестор—тот, кто желает посвятить больше времени и усилий исследованиям рынка для формирования своего портфеля.*

Обратите внимание на то, что Грэхем настаивает на расчете соотношения между ценой и прибылью, с учетом средней прибыли за длительный период. В этом случае вы уменьшаете возможность переоценить стоимость компании на основе временной вспышки ее доходности. Представьте себе, что компания получала прибыль в размере 3 долл. на одну акцию на протяжении последних 12 месяцев, но в среднем всего 50 центов на одну акцию на протяжении последних шести лет. Какое число — случайные 3 долл. или постоянные 50 центов — свидетельствует об устойчивой тенденции?

При условии, что вы будете ориентироваться на значение EPS, равное 3 долл., и возьмете предельное рекомендованное значение коэффициента P/E, равное 25, цена акции составит 75 долл. Но если в своих расчетах в качестве ориентира вы будете использовать среднее значение EPS-за семь последних лет (6 долл. общей прибыли, разделенные на семь, составляют среднюю ежегодную прибыль 85,7 цента на одну акцию), то акция будет оценена только в 21,43 долл. От того, какую цифру вы выберете в качестве надежной оценки, зависит многое. В конце концов, не стоит и говорить о том, что превалирующий сейчас на Уолл-стрит метод, основанный на оценке соотношения между ценой и "прибылью следующего года", был бы предан Грэхемом анафеме. Как можно оценить компанию на основе прибыли, которую она еще не получила?

*Недавние примеры подтверждают точку зрения Грэхема. 21 сентября 2000 года корпорация Intel, производитель компьютерных процессоров, объявила о том, что в следующем квартале ожидается рост продаж на 5%. На первый взгляд, звучит великолепно; большинство крупных компаний будут очень рады добиться 5%-ного роста продаж всего лишь за три месяца. Но в ответ на это акции Intel упали в цене на 22%, что привело к потере примерно 91 млрд. долл. общей рыночной стоимости компании за один день. Почему? Финансовые аналитики ожидали, что доходы Intel увеличатся на 10%. Аналогично, 21 февраля 2001 года корпорация EMC, специализирующаяся на хранении данных, объявила, что ожидает увеличения своего оборота, как минимум, на 25% в 2001 году. Однако при этом было отмечено, что возможен "более длительный цикл продаж". Этот легкий признак неуверенности привел к потере стоимости акций EMC на 12,8% в течение одного дня.*

Сегодня под инвесторами, "которые тесно связаны с определенной компанией", понимают т.н. контролирующих лиц — менеджеров высшего звена или директора, которые ведут бизнес компании и владеют значительной частью ее акций. Руководители типа Билла Гейтса из Microsoft или Уоррена Баффета из Berkshire Hathaway обладают прямым контролем над всем состоянием компании — и внешние инвесторы хотят, чтобы этим руководителям принадлежали большие пакеты акций, что является своего рода признаком хорошего положения дел в компании. Но менее влиятельные менеджеры и рядовые работники не могут воздействовать на стоимость акций компании своими личными решениями; поэтому они не могут вкладывать значительный процент своих сбережений в акции своего работодателя. Для внешних инвесторов, независимо от того, насколько хорошего мнения они о компании, характерны аналогичные предположения.

*Есть две старые поговорки Уолл-стрит, которые рекомендуют такие покупки: "Ни одно из деревьев не дорастает до небес" и "Бык может заработать деньги, и медведь тоже может заработать, но только не овца".*

Было проведено два исследования. Первое, выполненное Х. Д. Шнайдером, одним из наших студентов, охватывает 1917-1950 годы. Его результаты были опубликованы в июне 1951 года в *Journal of Finance*. Второе проведено компанией *Drexel Firestone*, членом Нью-йоркской фондовой биржи, и охватывает период с 1933 по 1969 год. Данные представлены с их любезного разрешения.

Drexel Firestone — инвестиционный банк, расположенный в штате Филадельфия, — в 1973 году объединился с компанией Burnham Co. и впоследствии стал компанией Drexel Burnham Lambert, прославившейся операциями с "бросовыми" облигациями в период бума поглощений компаний в 1980-х годах.



*Эта стратегия приобретения наиболее "дешевых" акций из со става индекса Доу-Джонса сейчас известна под названием подхода "Собак Доу" (the "Dogs of the Dow" approach). Информацию "10 Dow" можно найти на сайте [www.djindexes.com/jsp/dow51OFaq.jsp](http://www.djindexes.com/jsp/dow51OFaq.jsp).*

*В 1962 году цена была низкой и составила 37,5. Скорректировано с учетом дробления акций. Чистый убыток.*

*Приведем наиболее яркие недавние примеры подобных превращений. В мае 1998 года компания Pfizer Inc. и Американское ведомство по контролю за лекарствами объявили, что шесть человек, принимавших препарат против импотенции "Виагра", умерли от сердечных приступов во время секса. За один день акции Pfizer сразу же потеряли 3,4% своей цены. Но затем, после объявления результатов исследования, которые засвидетельствовали отсутствие каких-либо причин для паники, акции Pfizer взлетели вверх, подорожав примерно на треть на протяжении следующих двух лет.*

*В конце 1997 года акции компании Warner-Lambert Co. в тот день, когда продажи ее нового препарата для диабетиков были временно приостановлены в Англии, упали на 19%; а на протяжении следующих шести месяцев стоимость акций почти удвоилась. В конце 2002 года корпорация Carnival, занимающаяся морскими круизными турами, потеряла почти 10% своей стоимости из-за того, что туристы заболели диареей. Самое интересное, что это произошло на лайнерах... других компаний.*

*Под "чистым оборотным капиталом" Грэхем понимает величину текущих активов компании (таких как деньги, высоколиквидные ценные бумаги и запасы) за вычетом ее общих обязательств (включая привилегированные акции и долгосрочный долг).*

*С 1975 по 1983 год рост цен акций небольших ("второуровневых") компаний превышал аналогичный показатель крупных компаний в среднем на 17,6 процентного пункта в год. Инвесторы с ажиотажем приобретали такие акции. Инвестиционные компании создавали сотни новых инвестиционных фондов, специализирующихся на операциях с "мелкими" акциями. И они щедро отблагодарили за внимание, обеспечив инвесторам на протяжении следующего десятилетия среднегодовой уровень доходности на 5 процентных пунктов выше, чем акции крупных компаний. Эта картина вновь повторилась в 1999 году, когда рост цен мелких акций превысил рост цен крупных корпораций на 9 процентных пунктов, вдохновляя инвестиционные банки выходить на рынок с сотнями горячих эмиссий акций небольших высокотехнологичных компаний. Вместо слов "электроника", "компьютеры" или "франчайзинг" в своих названиях новые компании содержали новые модные выражения типа "com.", "optical", "wireless" и даже приставки, вроде "e-" и Модные инвестиционные словечки всегда превращаются в непонятные буквосочетания, часто обманывая всех, кто в них поверил.*

*На сегодня облигации железнодорожных компаний, находящиеся в состоянии дефолта, уже не представляют никакого интереса. Но все же, как уже отмечалось, "бросовые" облигации, так же как и конвертируемые облигации высокотехнологичных компаний, могут быть ценным приобретением на фоне крушения фондового рынка в 2000-2002 годах. Следует иметь в виду, что принцип диверсификации в этой сфере крайне важен. Однако реализовать его невозможно без наличия, как минимум, 100 тыс. долл., которые можно было бы вложить в такие облигации. Если вы не мультимиллионер, то это вам не под силу.*

*Недавний классический пример — компания Philip Morris, акции которой за два дня потеряли 23% своей стоимости после того, как суд штата Флорида начал рассматривать иск против нее в 200 млрд. долл. Этим иском фактически признавалось, что сигареты могут стать причиной заболевания раком легких. На протяжении года акции Philip Morris удвоились в цене, а затем опять упали после удовлетворения мультимиллиардного иска в штате Иллинойс. Курсы акций ряда других компаний — John Manville, W.R. Grace и USG Corp, — практически упали до нуля в результате судебных процессов. Таким образом, принцип "никогда не покупай во время судебного процесса" остается важным правилом для всех, но все же наиболее храбрые инвесторы его нарушают.*

См. в главе 15 три примера особых ситуаций, которые имели место в 1971 году.



*За исключением, возможно, метода регулярного вложения в акции определенной суммы, использование которого началось при разумном уровне цен.*

*В конце 1990-х годов прогнозы "рыночных стратегов" стали играть более значительную роль, чем когда-либо раньше. Но, к сожалению, они не стали точны. 10 марта 2000 года, когда фондовый индекс NASDAQ достиг наивысшей отметки в 5048,62, Ральф Акампора, главный специалист по техническому анализу компании Prudential Securities, заявил в статье, опубликованной в USA Today, что NASDAQ пройдет уровень в 6000 в течение последующих 12-18 месяцев. Через пять недель индекс NASDAQ снизился до 3321,29 — но Томас Галвин, специалист из компании Donaldson, Lufkin Jenrette, заявил о том, что фондовый индекс "упадет еще на 200 или 300 пунктов, а затем вырастет на 2000 пунктов". В действительности же NASDAQ не вырос ни на один пункт, а наоборот, упал более чем на 2000 и продолжал свое движение вниз до 9 октября 2002 года, когда достиг самой низкой отметки — 1114,11. В марте 2001 года Абби Джозеф Коэн, главный специалист по инвестиционным стратегиям компании Goldman, Sachs Co., опубликовал прогноз, в котором отмечалось, что в конце года значение индекса Standard Poor's 500 составит 1650, а индекса Доу-Джонса — 13000. "Мы не ожидаем снижения, — сказал Коэн, — и верим в то, что прибыли корпораций должны увеличиваться в соответствии с установившейся тенденцией и в дальнейшем на протяжении этого года". Экономика США уже начала тонуть на тот момент, когда произносились эти слова, и значение индекса Standard Poor's 500-stock в конце 2001 года составило 1148,08, а индекса Доу-Джонса — 10021,50, что соответственно на 30 и 23% ниже прогнозов.*

*Более подробно эта теория рассмотрена в главе 1*

*Но в соответствии с Робертом М. Россом, специалистом по теории Доу, последние два сигнала к покупке акций, отмеченные в декабре 1966 и декабре 1970 года, были намного ниже предыдущих точек продажи.*

*Если инвестор рассчитывает на покупку акций по низким ценам, то когда "медвежий" рынок остановился (т.е. курс дальше не падает), инвестор начинает терять терпение, опасаясь, что ему не удастся дождаться выгодного момента. Поэтому так важно замечание Грэхема о необходимости соблюдения эмоциональной дисциплины. С октября 1990 по январь 2000 года фондовый индекс Доу-Джонса постоянно поднимался вверх, никогда не теряя больше 20%, при этом только трижды были отмечены спады в 10% или более. Доходность индекса за это время составила (без учета дивидендов) 395,7%. В соответствии с оценками компании Crandall, Pierce Co., за прошедшее столетие это был такой второй по продолжительности непрерывный период "бычьего" рынка. Только бум 1949-1961 годов был длиннее. Чем дольше длится "бычий" рынок, тем больше инвесторы забывают о возможности снижения цен. После пяти или более лет подъема многие участники рынка уже не верят в возможность перехода к "медвежьему" рынку. Безусловно, реальность напомнит о себе, и это будет жестокое напоминание.*

Грэхем рассматривает "рекомендованную политику" в главе 4. Эта политика, которая теперь называется "тактическим размещением активов" (tactical asset allocation), широко используется институциональными инвесторами наподобие пенсионных и университетских фондов.

*Многие из сторонников "инвестиционно-расчетных схем" должны были бы продать все свои акции в конце 1954 года, когда рынок акций США вырос на 52,6%, продемонстрировав второй по показателю ежегодной доходности результат за всю его историю. На протяжении следующих пяти лет этим инвесторам пришлось бы стоять в стороне и только "облизываться", наблюдая за удвоением цены акций.*

*Легкие способы заработка на фондовом рынке постепенно исчезают. Этому способствуют два фактора. Во-первых, естественная тенденция взаимообразного движения курсов акций, приводящая к появлению среднего тренда. Во-вторых, быстрое освоение схем выбора акций большим количеством инвесторов, которые "вваливаются гурьбой" и портят все удовольствие от использования этого метода первопроходцами. (Обратите внимание на то, что, ссылаясь на свой "печальный опыт", Грэхем, как всегда, честно признает свои ошибки.) См. также Jason Zweig, "Murphy Was an Investor", Money, July, 2002, p 61-62, и Jason Zweig, "New Year's Play", Money, December, 2000, p. 89-90.*



Сегодняшний эквивалент того, что Грэхем называет "второуровневъми компаниями"— это любая из тысяч компаний, не включенных в фондовый индекс *Standard Poor's 500-stock*. Регулярно обновляемый список 500 акций, входящих в его состав, можно найти на сайте [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com).

*Хорошо разберитесь в том, что Грэхем пытается объяснить в этом случае. Не просто возможно, но и вполне вероятно, что курс большинства акций, которыми вы владеете, вырастит на самое меньшее 50% по сравнению со своим минимальным значением. Также вероятно, что акции потеряют по крайней мере 33% своей максимальной цены. Эти оценки не зависят от того, какими именно акциями вы владеете, и от того, в каком направлении движется фондовый рынок в этот момент — вверх или вниз. Если вы не можете ужиться с этой мыслью или если думаете, что ваш портфель какой-то особенный и не подчиняется этому правилу — значит, вы еще не готовы называть себя инвестором. (Грэхем обращается к 33% -ному спаду, поскольку 50% -ный рост 10 долл. будет равен 15 долл. Из этих 15 долл. 33% -ный спад (или минус 5 долл.) вернет нас к изначальным 10 долл., с которых мы начинали проводить наши расчеты.)*

*Для сегодняшнего инвестора идеальной стратегией для соблюдения этой "формулы" является повторное балансирование, которое было рассмотрено в Комментариях к главе 4 на сайте издательства [www.williamspublishing.com](http://www.williamspublishing.com) на странице, посвященной книге Разумный инвестор.*

*Многие компании сегодня выдают "напечатанные акционерные сертификаты" только по специальному запросу. Акция существует чаще всего лишь в электронной форме (подобно тому, как банковский счет содержит компьютерные значения кредита и дебета, а не фактические деньги), поэтому сейчас даже проще торговать, чем во времена Грэхема.*

*Собственный капитал компании, представляющий собой разность между общей стоимостью всех материальных и финансовых активов компании и ее обязательствами, можно рассчитать с помощью данных годового и квартальных балансовых отчетов компании. Для этого из общей стоимости акционерного капитала компании вычитаются все т.н. "мягкие" активы (стоимость торговой марки и других нематериальных активов). Разделив полученную разность на общее количество выпущенных акций, можно получить балансовую стоимость одной акции.*

*Использование Грэхемом термина "парадокс" связано, по всей видимости, со статьей Дэвида Дуранда "Growth Stocks and the Petersburg Paradox", The Journal of Finance, vol. XII, no. 3, September, 1957, p. 348-363. Дэвид Дуранд сравнивает покупку "акций роста" с подбрасыванием монеты, когда ставки растут с каждым раундом. Дуранд отмечает, что если курс "акций роста" продолжит увеличиваться высокими темпами на протяжении неопределенного периода времени, то инвестор должен хотеть (по крайней мере, теоретически) заплатить любую, сколь высокой бы она ни была, цену за эти акции. Почему же в этом случае ни одна из акций никогда не продавалась по безгранично высокой цене? Дело в том, что чем выше будущие ожидаемые темпы роста и длительнее период этого роста, тем больше возрастает ошибка в оценках роста акций и в тем большую сумму обходится инвестору малейший промах в расчетах. Грэхем рассматривает эту проблему дальше в Комментарий к главе 4.*

*Дальнейшая история компании А Р не ознаменовалась особыми изменениями. В конце 1999 года цена ее акций составила 27,875 долл.; в конце 2000 года — 7,00 долл.; год спустя — 23,78 долл.; в конце 2002 года — 8,06 долл. Хотя позже в компании и были выявлены определенные нарушения ведения бухгалтерского учета, все же с позиции логики трудно объяснить, почему стоимость относительно стабильного бизнеса (вроде розничной торговли продуктами питания) может сократиться на три четверти на протяжении года, вырасти потом в три раза на протяжении следующего года и сократиться на две трети еще через год.*

*Под частной фирмой понимается фирма, организованная в виде общества с ограниченной ответственностью или закрытого акционерного общества.— Примеч. ред.*



*"Лишь в той мере, в какой это отвечает его интересам" означает "лишь в той мере, в какой цена достаточно благоприятна для того, чтобы оправдать продажу акций". (Здесь же Джейсон Цвейг объясняет игру слов. С одной стороны выражение "to suit smb. book" означает "быть в чьих-либо интересах". С другой, на брокерском жаргоне термин "book", по аналогии с бухгалтерией, используется для обозначения т.н. "главной книги" инвестора—журнала, в котором записываются его активы и операции.— Примеч. ред.,)*

*Этот раздел можно считать одним из наиболее важных во всей книге Грэхема. В нем он подытоживает опыт всей своей жизни. Его не стоит перечитывать слишком часто, поскольку его влияние на "медвежий" рынок подобно криптониту (единственное взрывчатое вещество, способное убить Супермена — героя комиксов Кларка Кента (<http://theages.superman.ws/Encyclopaedia/> ред.)). Если это правило будет всегда у вас под рукой и вы будете руководствоваться им в своей инвестиционной практике, то выживете независимо от всех пертурбаций фондового рынка.*

*Более подробно о "корпоративном управлении" Грэхем говорит в Комментариях к главе 19 на сайте издательства [www.williamspublishing.com](http://www.williamspublishing.com) на странице, посвященной книге Разумный инвестор.*

*В соответствии с правилом, которое Грэхем называет "с точностью до наоборот", в 2002 году доходность долгосрочных облигаций Казначейства США достигла самого низкого с 1963 года уровня. Поскольку доходность облигаций противоположна ценам, то соответственно и цены облигаций также выросли. При этом инвесторы с большой охотой покупали эти дорогие и низкодоходные финансовые инструменты. Данный пример служит еще одним подтверждением урока Грэхема, согласно которому разумный инвестор должен отказаться от принятия решений на основе колебаний фондового рынка.*

*Анализ современной картины на рынке облигаций представлен в Комментариях к главе 4 на сайте издательства [www.williamspublishing.com](http://www.williamspublishing.com) на странице Разумный инвестор.*

Тремя наиболее высокими рейтингами для облигаций и привилегированных акций являются Aaa, Aa и A — в соответствии с Moody, и AAA, AA, A — согласно Standard Poor's. Есть и другие оценки, которые снижаются до уровня D вместе со снижением качества ценной бумаги.

Эта идея уже частично внедрена в Европе, например, итальянским государственным концерном по электроэнергетике в отношении к его "гарантированным долговым обязательствам со свободно колеблющимся курсом", выпущенным на срок до 1980 года. В июне 1971 в Нью-Йорке было заявлено, что в течение следующих шести месяцев по ним будет выплачиваться доход исходя из  $8\frac{1}{8}\%$  годовых. Отметим еще новаторские "7-8%-ные облигации" *Toronto-Dominion Bank*, которые были выпущены в июне 1971 года со сроком погашения в 1991 году. По облигациям выплачивались 7% до июля 1976 года и 8% впоследствии. К тому же у держателя облигаций была возможность получить основную сумму инвестированного капитала в июле 1976 года.

*Как уже упоминалось в Комментариях к главам 2 и 4, облигации Treasury Inflation-Protected Securities, или TIPS, являются новой усовершенствованной версией того, о чем здесь говорит Грэхем.*



*Продажа инвестиционными компаниями своих акций без их регистрации SEC расценивается как нарушение законодательства.*

*Бизнес инвестиционных фондов из "очень большого" превратился просто в безразмерный. На конец 2002 года было зарегистрировано 8279 взаимных инвестиционных фондов с активами в 6,56 трлн. долл., 514 инвестиционных фондов закрытого типа с активами в 149,6 млрд. долл. и 116 биржевых индексных фондов с активами в 109,7 млрд. долл. Эти данные не учитывают такие похожие на акции инвестиционных фондов инструменты, как страховые контракты и инвестиции в паевые инвестиционные фонды.*

*Список основных типов совместных фондов можно найти на сайтах [www.ici.org/pdf/g2understanding.pdf](http://www.ici.org/pdf/g2understanding.pdf) и <http://news.morningstar.com/fundReturns/CategoryReturns.html>. Фонды не зарегистрированные больше не существуют, поскольку SEC строго запретила хеджинговым фондам продавать акции инвесторам с годовым доходом до 200 тыс. долл. или с чистой стоимостью до 1 млн. долл.*

Величина комиссионных определяется обычно как процент от продажной цены, которая уже содержит комиссионные, а потому они кажутся меньше, чем в случае, если абсолютную величину комиссионных относить к стоимости чистых активов. Мы считаем такую методику расчета недостойной для использования в такой почтенной отрасли.

Сегодня максимальная величина комиссионных, взимаемых инвестиционными фондами за проведение торговых операций, составляет около 5,75%. Если вы инвестируете 10 тыс. долл. во взаимный фонд, номинальная ставка комиссионных которого составляет 5,75%, то это означает, что 575 долл. пойдут на оплату услуг торгового представителя и брокерской фирмы. Таким образом, собственно для операций на фондовом рынке остается 9425 долл. Поэтому и фактическая ставка комиссионных вырастает уже до 6,1% (575 от 9425). Вот почему Грэхем называет такой подход к определению комиссионных "торговыми уловками" (sales gimmick). С 1980-х годов популярность бескомиссионных взаимных инвестиционных фондов выросла, и сегодня по своим размерам они уже не уступают комиссионным инвестиционным фондам.

*Почти каждый взаимный инвестиционный фонд свободен от уплаты корпоративного налога на прибыль, если имеет статус "регулируемой инвестиционной компании" (regulated investment company, RIC). Для подтверждения этого статуса он обязан почти всю свою прибыль выплачивать своим акционерам. "Моментом", который упускает Грэхем во избежание неразберихи, является то, что инвестиционный фонд может подать в SEC запрос на получение специального разрешения для распределения каких-либо ценных бумаг из своего портфеля непосредственно между своими акционерами. Именно так поступила его компания Graham-Newman Corp. в 1948 году, распределив акции GEICO среди инвесторов Graham-Newman. Подобные операции очень редки.*

*Инвестиционные фонды двухцелевого назначения, популярные в конце 1980-х годов, практически исчезли с рынка — досадно, поскольку они предлагали инвесторам больше возможностей для того, чтобы извлечь выгоду из умения выбирать акции таких известных на рынке личностей, как Джон Нефф. Возможно, продолжающийся "медвежий" рынок приведет к возрождению этого привлекательного инвестиционного инструмента.*

*Результативные фонды были очень популярны в конце 1960-х годов. Они были во многом схожи с агрессивными фондами роста конца 1990-х годов и, как и последние, не лучшим образом удовлетворяли интересы своих инвесторов.*



*Для периодов в десять лет значения доходности фондовых индексов Доу-Джонса и Standard Poor's 500 могут значительно различаться. Но на протяжении типичного срока инвестирования — продолжительностью, скажем, 25 или 30 лет — значения доходности этих двух фондовых индексов сближаются.*

*Это инвестиционные фонды с самой высокой стоимостью чистых активов на конец 1970 года в рамках определенной группы. Данные предоставлены **Wiesenberger Financial Services**.*

*После дробления акций (в соотношении 2 к 1).*

*В том числе аффилированные акции на сумму 1,1 млн. долл.*

*За исключением денежных эквивалентов*

Одной из "обреченных" компаний, о которых ведет речь Грэхем, была корпорация National Marketing Corp. Об этой афере на фондовом рынке см. в публикации Andrew Tobias. "The Funny Money Game" (PlayboyPress, New York, 1971). Среди опытных инвесторов, которые попались на удочку харизматичного основателя NSM Корта Ранделла, были фонды пожертвований Корнельского и Гарвардского университетов, а также трастовые отделы таких престижных банков, как Morgan Guaranty и Bankers Trust.

*В качестве одного из последних подтверждений правила, что "чем больше что-то изменяется, тем больше оно остается неизменным", рассмотрим, как 29-летний Раен Джекоб создал инвестиционный фонд Jacob Internet Fund в конце 1999 года после того, как его предыдущий фонд, специализировавшийся на акциях дот-комов, показал 216% доходности. Новый фонд собрал около 300 млн. долл. всего за несколько первых недель 2000 года. Вот что произошло дальше: в 2000 году фонд потерял 79,1%, в 2001 году - 56,4 и в 2002 году - 13%. Общие потери составили 92%. Несомненно, что убытки сделали инвесторов старше и мудрее, чем самого Джекоба.*

*Любопытно, но бум и банкротства на фондовом рынке в 1999-2002 годах также произойти примерно через 35 лет после подобного этапа предыдущего цикла. Возможно, нужно именно 35 лет, чтобы ослабло влияние инвесторов, которые помнят "безумие" последней "новой экономики". Если такое предположение верно, то разумному инвестору следует быть особенно бдительным примерно в 2030 году.*



Название книги, впервые изданной в 1852 году. В ней описаны крах "Акционерной компании Южных морей", тюльпаномания и прочие примеры спекуляций в прошлом. Перепечатана в 1932 году Бернардом М. Барухом, возможно, единственным постоянно успешным спекулянтом последнего времени. (Книга Чарльза Макея **Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds** (Metro Books, New York, 2002,) впервые была издана в 1841 году. Отличаясь тяжелым стилем изложения и точностью в передаче событий, автор широко описывал то, к чему приводят легковерные убеждения многих людей: например, что железо можно превратить в золото, что черти чаще всего появляются в пятницу вечером и что на фондовом рынке можно быстро разбогатеть. В качестве более серьезной книги предлагаем работу Эдварда Ченселора **Devil Take the Hindmost** (Taggart, Straus & Giroux, New York, 1999). Более легким вариантом будет работа Роберта Меншела **Markets, Mobs, and Mayhem: a Modern Look at the Madness of Crowds** John Wiley & Sons, New York, 2002)).

*Сегодняшний эквивалент "редких исключений" Грэхема — это инвестиционные фонды открытого типа, закрытые для новых инвесторов, т.е. их менеджеры прекратили привлечение средств. Несмотря на то, что такой подход уменьшает объемы выплат за управление капиталом, в то же время он позволяет максимизировать доходы, которые могут заработать уже существующие акционеры. Поскольку большинство менеджеров инвестиционных фондов предпочитают скорее выглядеть номером первым, чем быть им, закрытие инвестиционного фонда для новых инвесторов — редкий и мужественный шаг.*

*Среднее значение из "Отчета Визенбергера" для десяти диверсифицированных компаний.*

*Среднее значение для пяти средних значений из "Отчета Визенбергера" для инвестиционных фондов обыкновенных акций за каждый год.*

*Доходы реинвестируются.*

*Премия.*

*Данные Wiesenberger Financial Services.*

*Данные Wiesenberger Financial Services.*



*Источники для получения инвестиционных консультаций остались примерно такими же "разнородными", как и во времена Грэхема. Опрос инвесторов, проведенный в конце 2002 года ассоциацией Security Industry Association, показал, что 17% инвесторов полагаются, в основном, на совет супруга(ги) или друга; 2 — на специалиста коммерческого банка, 16 — брокера; 10 — финансовую прессу и 24% — на финансового консультанта. Единственное отличие от списка Грэхема состоит в том, что 8% инвесторов полагаются в большинстве случаев на Интернет, 3 — на финансовые каналы телевидения. (Более подробная информация — на сайте [www.sia.com](http://www.sia.com).)*

*Принципы деятельности консультационных компаний и консультационных служб банков не изменились, но сегодня в число их клиентов входят только инвесторы, располагающие капиталом не менее 1 млн. долл. В некоторых случаях планка поднимается до 5 млн. долл. В настоящее время подобные функции выполняют независимые фирмы, специализирующиеся на финансовом планировании, хотя (по выражению финансового аналитика Роберта Вереса) акции взаимных инвестиционных фондов пришли на смену "голубым фишкам" и вместо "качества" инвестиций как стандарта безопасности стала использоваться диверсификация.*

*Вряд ли Уолл-стрит видела более жесткого, критичного и циничного эксперта, чем Грэхем. Возможно, на Уолл-стрит действительно более высокие этические стандарты, чем в некоторых сферах бизнеса (на ум приходит контрабанда, проституция, лоббирование в Конгрессе и журналистика), но, несмотря на это, в сфере инвестиционной деятельности вращается достаточно лжецов, мошенников и воров, чтобы обеспечить занятость стражей на вратах Ада на последующие десятилетия.*

*Тысячи людей, которые приобрели акции в конце 1990-х годов, веря в то, что аналитики Уолл-стрит предоставляют им объективную и ценную информацию, узнали (к сожалению, слишком поздно), насколько был прав Грэхем с этой точки зрения.*

*Интересно, но жальная критика, которую Грэхем адресовал всем брокерским фирмам, предоставляющим полный перечень услуг, в конце 1990-х годов применима только по отношению к брокерским конторам, работающим через Интернет и взимающим небольшие комиссионные. Эти фирмы израсходовали миллионы долларов на крикливую рекламу, которая подстрекала покупателей осуществлять торговые операции чаще и в больших объемах. В результате большинство таких покупателей остались с пустыми карманами, и лишь дешевые комиссионные в операциях подобного вида могли при этом служить слабым утешением. Более традиционные брокерские фирмы тем временем начали акцентировать внимание на оказании услуг по финансовому планированию и "интегрированному управлению активами".*

*Положение дел, в основном, осталось прежним, хотя многие лучшие специалисты Уолл-стрит сейчас имеют диплом "сертифицированного финансового аналитика" (CFA), который выдается Ассоциацией инвестиционного менеджмента и исследований (Association of Investment Management Research), бывшей Федерацией финансовых аналитиков (Financial Analyst Federation) только при наличии опыта работы и после сдачи серии сложных экзаменов. Более 50 тысяч аналитиков во всем мире получили сертификат CFA. К сожалению, согласно последнему исследованию профессора Стэнли Блока, большинство финансовых аналитиков с дипломом CFA игнорируют принципы Грэхема. Это проявляется в том, что при расчете значения коэффициента P/E для них большее значение имеет потенциал роста акции, а не источники прибыли, риски компании и ее дивидендная политика. Многие аналитики при формировании рейтингов акций исходят из их текущего курса, а не из долгосрочных перспектив компании. Более подробно об этом см. Stanley Block, "A Study of Financial Analysts: Practice And Theory", Financial Analysts Journal, July / August, 1999 и на сайте [www.aimrpubs.org](http://www.aimrpubs.org). Как любил говорить Грэхем, его собственные книги читали — и игнорировали — больше, чем любые другие книги по вопросам финансов.*

*В настоящее время финансовый аналитик почти не консультирует обычных инвесторов. Чаще всего только известным институциональным инвесторам разрешается быть допущенными к трону его величества финансового аналитика. Индивидуальный инвестор может, например, попытаться связаться по телефону с аналитиками, работающими в местном представительстве брокерской фирмы, главный офис которой находится в Нью-Йорке. На Web-сайтах компаний, акции которых свободно котируются на фондовой бирже и доступны субъектам рынка, в разделе информации для инвесторов указывается список финансовых аналитиков, которые "ведут" их акции. На сайтах [www.zaks.com](http://www.zaks.com) и [www.multex.com](http://www.multex.com) предоставляется доступ к отчетам финансовых аналитиков по проведенным ими исследованиям — но разумный инвестор должен помнить о том, что большинство аналитиков не анализируют положение дел в компаниях. Вместо этого они пытаются решить загадку будущей цены акций.*

*Результаты представлены Институтом дипломированных финансовых аналитиков, входящим в Федерацию финансовых аналитиков, которая насчитывает свыше 50 тысяч членов.*



*Бенджамин Грэхем первым высказывался за формирование и использование программы СТА, которую он пропагандировал почти за два десятилетия до ее всеобщего признания.*

*Двумя фирмами, о которых вспоминает Грэхем, скорее всего, были Du Pont, Glore, Forgan Co. и Goodbody Co. Первая из них чудом избежала банкротства в 1970 году, и то лишь после того, как тexasский предприниматель Х. Росс Перо предоставил ей заем, превышающий 50 млн. долл. Компания Goodbody, пятая по величине брокерская фирма в США, обанкротилась бы в конце 1970 года, если бы ее не поглотила компания Merrill Lynch. Компания Hayden, Stone Co. также стала бы банкротом, если бы не была поглощена. В 1970 году не меньше семи брокерских фирм обанкротились. Детальнее об этом говорится в John Brooks, The Go-Go Years (John Wiley Sons, New York, 1999).*

*Нью-йоркская фондовая биржа разработала некоторые радикальные правила оценки (известные как "стрижка") для минимизации такой опасности, но, вероятно, они не оказали существенной помощи.*

Почти все брокерские трансакции сегодня осуществляются в электронной форме, и ценные бумаги физически больше не "доставляются". Благодаря учреждению в 1979 году *Securities Investor Protection Corporation (SIPC)* инвесторам в случае банкротства брокерской фирмы в целом гарантировано возмещение полной их стоимости. *SIPC* — это правительственный консорциум брокеров, все члены которого согласились вложить свои активы для покрытия убытков, которые могут понести клиенты любой фирмы, оказавшейся неплатежеспособной. Защита *SIPC* позволяет отказаться от необходимости осуществления платежа и немедленной доставки ценных бумаг в банк, о которой говорит Грэхем.

*Новые выпуски ценных бумаг сегодня могут продаваться только на основании проспектов эмиссии, разработанных в соответствии с правилами Комиссии США по ценным бумагам и фондовой бирже. Этот документ должен раскрывать все сведения о выпуске ценных бумаг и компании-эмитенте и быть предназначен для адекватного информирования разумного инвестора о точной природе ценной бумаги, которая ему предлагается. Но количество обычно запрашиваемой информации приводит к объемности проспектов. В целом считается, что лишь небольшой процент индивидуальных инвесторов, которые приобретают новые выпуски ценных бумаг, внимательно читают проспекты. А потому они действуют, в основном, не в соответствии со своим собственным мнением, а полагаясь на позицию фирмы, продающей им акции, или на рекомендации индивидуального продавца.*

*Те, кто последовали бы совету Грэхема, не пострадали бы от краха акций дот-комов в 1999 и 2000 годах*

*Эта традиционная роль служащих банков в основном вытеснена бухгалтерами, юристами или консультантами по финансовому планированию.*

*Национальная федерация финансовых аналитиков (National Federation of Financial Analysts) переименована в Ассоциацию инвестиционного менеджмента и исследований (Association for Investment Management and Research). Ее ежеквартальный журнал — "Журнал финансовых аналитиков" (Financial Analysts Journal) — сейчас выходит ежемесячно.*



Книга *Security Analysis* Бенджамина Грэхема, Дэвида Л. Додда, Сиднея Коттла и Чарльза Тэт-хема (McGraw-Hill, 4th ed., 1962) сохранила прежнее название, изначально выбранное в 1934 году, но в ней содержится больше материала, относящегося к области финансового анализа.

Чем выше значения темпов роста, которые используются в прогнозе, и чем длиннее период, для которого он составляется, тем более он чувствителен к малейшим ошибкам. Если, например, вы оцениваете, что компания, у которой величина коэффициента P/E составляет 1 долл. на акцию, может увеличивать свою прибыль на 15% в год на протяжении следующих 15 лет, то она (прибыль) в конце этого периода составит 8,14 долл. Если фондовый рынок оценивает акции компании в 35 раз выше ее прибыли, то цена акции через 15 лет будет равна приблизительно 285 долл. Но если прибыль будет увеличиваться на 14% вместо 15% (а тогда прибыль составит 7,14 долл.), то инвесторы, шокированные таким сокращением, больше не захотят платить за акции в 35 раз больше той прибыли, которую они приносят. При коэффициенте P/E, равным, допустим, 20, акция уже будет стоить 140 долл., или на 50% меньше. Поскольку сложные математические расчеты создают видимость точности внутренне неопределенного процесса прогнозирования, инвесторы должны очень скептически относиться к любому специалисту, призывающему к использованию сложных расчетов для решения ключевых финансовых проблем. Как говорит Грэхем: "За 44 года моей практической деятельности и теоретического анализа фондового рынка я убедился в том, что надежные расчеты стоимости обыкновенных акций или соответствующей инвестиционной политики вполне могут ограничиваться простыми математическими методами. Если же используются методы высшей математики, то вам следует воспринимать это как сигнал того, что фондовик пытается подменить опыт теорией, а также, как правило, для того, чтобы придать спекуляции обманчивый вид инвестиции". (См. также Комментарии в конце книги.)

*С Чарльзом Мак Голриком (Harper Row, 1964) переиздана в 1998 году Harper-Business.*

*В 1972 году инвестор, желавший купить корпоративные облигации, сталкивался с ограниченным выбором при формировании своего портфеля. Сегодня приблизительно 500 взаимных инвестиционных фондов вкладывают средства в корпоративные облигации, создавая удобный и хорошо диверсифицированный пакет ценных бумаг. Поскольку нереально сформировать диверсифицированный портфель облигаций, имея меньше 100 тыс. долл., рядовому разумному инвестору лучше всего просто приобрести акции облигационного инвестиционного фонда, который взимает низкую плату за свои операции, переложив тем самым кропотливую работу по изучению кредитных рейтингов корпораций на плечи инвестиционных управляющих.*

*Под "младшими" акциями Грэхем подразумевает обыкновенные акции. Привилегированные акции считаются "старшими" по отношению к обыкновенным акциям, поскольку компания должна сначала выплатить все дивиденды по привилегированным, а затем — по обыкновенным акциям.*

*После того, как инвесторы из-за безответственного руководства потеряли в 1929-1932 годах миллиарды долларов на акциях коммунальных компаний, Конгресс США уполномочил SEC регулировать выпуски акций коммунальными компаниями в соответствии с Public Utility Holding Company Act of 1935.*

Эти цифры представлены *Salomon Bros*, крупным инвестиционным банком Нью-Йорка, занимающимся операциями с облигациями.

*Средние значения за 1967-1969 годы.*



**180**

*С учетом дробления акций с 1964 года.*

*Разница вследствие изменения делителя.*

*По крайней мере, такую позицию не разделяют многие финансовые аналитики и инвесторы. Отдельные финансовые аналитики, которые способны сказать заранее, какие компании заслуживают тщательного изучения и имеют для этого условия и потенциал, могут успешно продолжить эту работу. Более подробно этот подход раскрыт в книге Филиппа Фишера **Common Stocks and Uncommon Profits** (Harper Row, 1960).*

Еще недавно большинство взаимных инвестиционных фондов почти автоматически формировали свои портфели на основе акций, входящих в расчет фондового индекса Standard Poor's 500-stock. Это делалось для того, чтобы акции других компаний не привели к отклонению доходности фонда от доходности индекса. И наоборот, некоторые инвестиционные компании формировали, по их определению, "концентрированный" портфель из 25-50 акций, которые управляющие называли своим "лучшим выбором". У инвесторов, конечно же, возникает вопрос: "А остальные фонды, которые управляются этими же самыми менеджерами, — это что, "худший выбор"?" Принимая во внимание то, что инвестиционные фонды с "лучшими" акциями ненамного превышают средние результаты, инвесторы также интересуются тем, достойны ли "лучшие" акции того, чтобы их ставить на первое место. Для таких бесспорно умелых инвесторов, как Уоррен Баффет, широкая диверсификация была бы глупой затеей, поскольку она обесценит концентрацию инвестиций в несколько действительно лучших акций. Но для типичного управляющего инвестиционного фонда или индивидуального инвестора будет глупостью не заниматься диверсификацией своих инвестиций, поскольку очень сложно так сформировать небольшой портфель акций, чтобы в него входили акции — лидеры рынка и не входили, с другой стороны, акции, показывающие неудовлетворительные результаты. Чем большим портфелем акций вы владеете, тем меньшее влияние на общую результативность ваших инвестиций будут оказывать акции-"неудачницы", и тем выше шансы заполучить акции больших корпораций-"победителей". Идеальным выбором для большинства инвесторов является покупка акций индексного фонда, в портфеле которого находились бы все акции, обращающиеся на фондовом рынке. Это дешевый способ владеть каждой стоящей акцией.

*В главе 11 приведена формула, связывающая значение коэффициента  $P/E$  с ожидаемым ростом прибыли.*

*Мнение Грэхема относительно положения дел в химических и нефтяных компаниях в 1960-х годах применимо практически к каждой отрасли на протяжении любого периода времени. Единогласное мнение Уолл-стрит относительно будущего определенной отрасли обычно либо слишком оптимистично, либо слишком пессимистично. Хуже того, единогласие наиболее оптимистично именно в тот момент, когда акции больше всего переоценены — и наиболее пессимистично, когда они имеют самую низкую цену. Более поздний пример — акции компаний, работающих в сфере высоких технологий и телекоммуникаций, курс которых был самым высоким в 1999 году и в начале 2000 года, когда их будущее казалось просто блистательным, а на протяжении всего 2002 года мы наблюдали их крах. История доказывает, что "эксперты" с Уолл-стрит одинаково неудачливы в прогнозировании состояния, во-первых, фондового рынка в целом, во-вторых, отраслей и, в-третьих, отдельных акций. Как отмечает Грэхем, шансы того, что индивидуальные инвесторы смогут превзойти этих "экспертов", просто ничтожны. Разумный инвестор значительно сильнее в принятии решений, которые не зависят от точности чьих бы то ни было прогнозов, включая и его собственные (см. главу 8).*

*Данные 1963 года представлены с учетом распространения акций компании General Motors. Данные 1963 года представлены с учетом соответствующих дроблений акций.*

Частично ажиотаж вокруг стоимости акций корпорации *Chrysler* был раздут дроблением акций в соотношении 2 к 1, которое имело место в 1963 году, — беспрецедентный феномен для серьезной компании. В начале 1980-х годов под управлением Ли Якокка корпорация *Chrysler* взяла реванш, сумев подняться практически после банкротства, и ее акции превратились в одни из наиболее успешных ценных бумаг в США. Но все же определить менеджеров, которые могут спасти огромную корпорацию от краха, не так просто, как это кажется. Когда в 1996 году Эл Данлоп стал генеральным директором корпорации *Sunbeam* после реструктуризации компании *Scott Paper* (и роста стоимости акций на 225% за последние 18 месяцев), Уолл-стрит приветствовала его приход как второе пришествие. Данлоп, в итоге, оказался мошенником, который использовал незаконные бухгалтерские операции и поддельные финансовые документы, чтобы обмануть инвесторов корпорации *Sunbeam* — включая и управляющих инвестиционными фондами Майкла Прайса и Майкла Штейнхардта. С подробным исследованием карьеры Данлопа можно ознакомиться в работе Джона А. Бирне *Chainsaw* (HarperCollins, New York, 1999).



Значение этого показателя, который называется "коэффициентом выплаты дивидендов" (dividend payout ratio), ощутимо снизилось со времен Грэхема, поскольку американское налоговое законодательство не благоприятствует, с одной стороны, получению инвесторами дивидендов, а с другой — их выплате корпорациями. В конце 2002 года коэффициент выплаты дивидендов составлял 34,1% для компаний, акции которых входят в фондовый индекс Standard Poor's 500, а относительно недавно, в апреле 2000 года, показатель достиг минимального за все время значения — 253%. (Более подробную информацию можно найти на сайте [www.barra.com/research/fundamentals.asp](http://www.barra.com/research/fundamentals.asp)) Дивидендная политика подробнее будет рассмотрена в Комментариях к главе 19 на сайте издательства [www.williamspublishing.com](http://www.williamspublishing.com) на странице, посвященной книге Разумный инвестор.

*Обратите внимание на то, что мы не считаем формулу идеальной для получения "истинной стоимости" "акции роста", а лишь предполагаем, что она даст цифры, приближенные к результатам более точных расчетов.*

*Формула приводилась ранее.*

**191**

*Среднее значение по результатам 1968 и 1970 годов, поскольку прибыль 1969 года занижена из-за забастовки.*

*Почему? Потому что исходя из "Правила 72" при 10%-ной ставке имеющаяся у нас сумма удвоится всего за семь лет, в то время как при 7% — лишь за 10 лет. Если уровень процентных ставок высок, то вам, для того чтобы получить определенную сумму в будущем, потребуется меньше денег, чем при низком. Высокие процентные ставки позволят вашему капиталу увеличиваться быстрее. Таким образом, если сейчас процентные ставки растут, то это обесценивает ваши будущие поступления — прибыль или дивиденды, — так как у инвестора появляется более привлекательный альтернативный вариант инвестирования в виде облигаций.*

*Эти промышленные группы, в идеале, не будут полностью зависимы от таких непредсказуемых факторов, как изменяющиеся процентные ставки или будущее движение цен на сырье (в частности, нефть или металлы). Возможности могут открыться в таких отраслях, как игорный бизнес, косметика, ликеро-водочные изделия, дома престарелых или организация сбора и удаления отходов.*

*"Разбавление" — один из многих терминов, описывающих акции на языке гидродинамики. Акции, характеризующиеся высокими объемами торговли, называются "ликвидными". Когда компания впервые предлагает свои акции в открытую продажу (так называемое первоначальное публичное предложение (IPO)), то говорится, что она размещает (float — свободно плавать) свои акции. И наконец, в самом начале становления фондового рынка о компании, которая чрезмерно "разбавляла" свои акции большими объемами конвертируемых облигаций или многочисленными эмиссиями обыкновенных акций, говорили, что она "разводняет" свой акционерный капитал. Считается, что этот термин возник благодаря деятельности легендарного афериста фондового рынка Дэниэла Дру (1797-1879), который в начале своей карьеры торговал крупным рогатым скотом. Он вел свой скот на юг к Манхэттену и при этом насильно кормил его солью. Когда животные приходили к реке Гарлем, они с жадностью выпивали огромное количество воды, чтобы утолить жажду. Набравших вес животных Дру после этого приводил на рынок и продавал за более высокую цену, поскольку они весили больше. Позже Дру "разводнял" акции компании Erie Railroad, без предупреждения эмитируя огромное количество новых акций.*

*Грэхем имеет в виду мастерство иммигрантов итальянского происхождения, которые украшали фасады зданий в Нью-Йорке в начале 1990-х годов. Бухгалтера, действуя подобно этим мастерам, могли описывать простые финансовые факты замысловатым и даже необъяснимым образом.*



*Король, скорее всего, был вдохновлен рассказом английского писателя Вильяма Хезлита, который написал о солнечных часах Венеции, на которых была надпись "Horas non numero nisi serenas" — "Я отмечаю только ясное время". Компании, которые хронически исключают плохие новости из своих финансовых результатов, приводя в качестве отговорки "экстраординарные" или "непериодические" события, используют совет Хезлита своим читателям, который гласил: "Считать не время, а его выгоды; смотреть только на улыбки и избегать превратностей судьбы; компоновать нашу жизнь из ярких и легких моментов, поворачиваться к солнечной стороне вещей и позволить остальному уйти из нашего воображения незамеченным или забытым!" (William Hazlitt, "On a Sun-Dial," ca. 1827). К сожалению, инвесторы должны принимать во внимание как ясные, так и облачные периоды.*

*Рекомендуемый нами метод учета "разбавления" акций с помощью варрантов обсуждается далее на страницах книги. Мы предпочитаем считать рыночную стоимость варрантов дополнением к текущей рыночной цене обыкновенной акции.*

Сегодня инвесторам нужно знать и другие "бухгалтерские штучки", которые могут исказить размер прибыли, указанной в отчетности. Одной из них являются такие формы финансовой отчетности, в которых показатели прибыли представлены так, будто в компании отказались от использования общепризнанных стандартов бухгалтерского учета (GAAP — Generally Accepted Accounting Principles). Следующая такая "штучка" — эффект "разводнения" за счет выпуска миллионов управленческих опционов, предназначенных для стимулирования работы менеджеров компании, сопровождающегося в дальнейшем выкупом миллионов акций для того, чтобы противодействовать влиянию этих опционов на падение стоимости акций. Третий фактор — нереалистичное предположение о доходности пенсионных фондов компании, которые могут искусственно взвинчивать прибыль в хорошие годы и снижать ее в плохие. Следующий фактор — "подразделения специального назначения" (Special Purpose Entities), или филиалы, или же партнеры, которые покупают и продают рискованные активы или обязательства компании, "уводя" тем самым финансовые риски из баланса компании. Еще один элемент, способствующий искажению значения прибыли, — трактовка маркетинговых или других "мягких" затрат как активов компании, а не как нормальных издержек, которые возникают в процессе производственной деятельности. Такие подходы будут кратко рассмотрены в Комментариях к этой главе на сайте издательства [www.williamspublishing.com](http://www.williamspublishing.com) на странице, посвященной книге Разумный инвестор.

Northwest Industries *представляет собой холдинговую компанию, в состав которой, кроме прочих, входили Chicago and Northwestern Railway и Union Underwear. Она была куплена в 1985 году Вильямом Фарлеем, который довел ее до разорения.*

Грэхем ссылается на статью Федерального налогового законодательства, которая позволяет корпорациям "переносить вперед" свои чистые операционные убытки. В соответствии с налоговым кодексом, на сегодня эти убытки можно переносить вперед на период до 20 лет, уменьшая обязательства компании по уплате налога за весь период (и таким образом увеличивая объем дохода после выплаты налога). Это свидетельствует о том, что инвесторы должны учитывать, могут ли недавние существенные убытки фактически улучшить чистую прибыль компании в будущем.

*Инвесторы должны постоянно напоминать себе следующее: "Оценка акций надежна только в исключительных случаях". В то время как стоимость большинства акций можно считать во многих случаях приблизительно правильной, цена отдельной акции и стоимость ее бизнеса почти никогда не идентичны. Суждение рынка о стоимости часто бывает нереалистичным. К сожалению, маржа ошибок фондового рынка в процессе ценообразования часто не настолько велика, чтобы оправдывать издержки торговли при наличии таких ошибок. Разумный инвестор должен тщательно оценивать издержки по торговым операциям и налоги, прежде чем пытаться получить выгоду в результате использования различий в цене, — а еще никогда не стоит полагаться на то, что ему удастся продать точно по цене котировки на фондовом рынке.*

*Термин "средние данные" относится к простой, т.е. арифметической, средней, использование которой Грэхем объясняет в следующем предложении.*

**203**

*Вычтены три пятых чрезвычайных затрат, которые в 1970 году составили 82 цента.*



*Недавняя история — и горы финансовых исследований — показали, что фондовый рынок плохо относится к быстрорастущим компаниям, которые неожиданно сообщают о падении своей прибыли. Большинство компаний со средними и стабильными темпами роста, такие как ALCOA во времена Грэхема или Anheuser-Busch и Colgate-Palmolive в наши дни, испытывают более мягкое снижение курса своих акций, если им приходится представлять в отчете неутешительную прибыль. Огромные ожидания приводят к огромным разочарованиям, если их не удастся достичь; неудача относительно скромных ожиданий приводит к более мягкой реакции рынка. Таким образом, одним из наиболее сильных рисков при владении "акциями роста" является не то, что их рост прекратится, а то, что он просто замедлится. В долгосрочном же периоде это уже не риск, а очевидный факт.*

*Из четырех примеров Грэхема только компания Emerson Electric все еще существует в том же виде. Корпорация Eltra больше не является независимой компанией; в 1970-х годах она объединилась с корпорацией Bunker Ramo для предоставления брокерским фирмам услуг, связанных с сообщением котировок акций посредством существовавшей раньше сети компьютеров. То, что осталось от корпорации Eltra, — сегодня это часть корпорации Honeywell. Компания, ранее известная под названием Emery Air Freight, сегодня является подразделением корпорации CNF Inc. Корпорация Emhart в 1989 году была приобретена корпорацией Black Decker.*

*Учитывается возможная конверсия привилегированных акций.*

**207**

*После вычета чрезвычайных затрат в размере 13 центов на одну акцию.*

*Финансовый год закончился в сентябре 1970 года.*

*В табл. 13.1 этот показатель показан как "чистая прибыль на акцию/  
бухгалтерская стоимость акции"*

*В каждом случае Грэхем ссылается на раздел В табл. 13.1 и делит высокий уровень цены на протяжении 1936-1968 годов на низкий ее уровень. Например, высокий уровень цены компании Eteгу в размере 66 при делении на низкий уровень 1/8 равен 528, т.е. соотношение между высоким и низким уровнями Цены составляет 528 к 1.*

*В конце 1970 года рыночная стоимость компании Emerson в 1,6 млрд. долл. действительно была "огромной" при средних размерах компаний того времени. В конце 2002 года общая рыночная стоимость обыкновенных акций компании Emerson составила примерно 21 млрд. долл.*



*В марте 1972 года акции компании Sold продавались в 64 раза дороже ее прибыли!*

Грэхем был прав. В 1972 году акции компании Emery оказались одними из самых худших среди 50 наиболее популярных и дорогих. Журнал Forbes 1 марта 1982 года сообщил, что компания Emery с 1972 года потеряла 72,8% своей стоимости с учетом инфляции. В конце 1974 года, по данным аналитиков по инвестированию из Leuthold Group (Миннеаполис), курс акций компании Emery упал на 58% и значение ее коэффициента P/E сократилось с 64 до всего лишь 15. "Чрезмерный энтузиазм", от которого предостерегал Грэхем, исчез очень быстро.

Может ли ситуация снова повториться? Вполне. Специалисты Leuthold Group подсчитали, что 1000 долл., инвестированные в акции компании Emery в 1972 году, будут стоить лишь 839 долл. в 1999 году. Скорее всего, те инвесторы, которые переплатили за акции Интернет-компаний в конце 1990-х годов, не окупят своих инвестиций за десятилетия — если вообще когда-либо окупят (см. Комментарии к главе 20 на сайте издательства, на странице, посвященной книге Разумный инвестор).

*Исходя из уровня цен того времени Грэхем считает, что инвестор мог приобрести акции этих двух компаний по цене, которая немного превышала бухгалтерскую стоимость, что показано в третьей строке раздела Б табл. 13.1.*

*Грэхем рассматривает рекомендации по инвестиционной политике в главах 4-7.*

*Из-за многочисленных дроблений акций компаний из списка индекса Доу-Джонса их средняя цена в начале 1972 года составляла примерно 53 долл. за штуку.*

*Как уже рассматривалось в Комментариях к главам 5 и 8, сегодня пассивный инвестор может достичь этой цели, просто приобретая акции низкозатратного индексного инвестиционного фонда, доходность которого в идеале отражает доходность фондового рынка США в целом.*

*В начале 2003 года доходность корпоративных облигаций с рейтингом AA и сроком погашения десять лет составляла примерно 4,6%. В соответствии с формулой Грэхема, доходность портфеля акций должна быть, по крайней мере, не ниже. Рассчитав обратное значение (разделив 100 на 4,6), получим "примерный максимум" коэффициента P/E в размере 21,7. В начале этого раздела Грэхем говорит, что среднее значение данного коэффициента может быть примерно на 20% ниже "максимального". Это означает, что он рекомендовал бы покупать акции, цена которых превышала бы среднюю прибыль за три года не более чем в 17 раз. 31 декабря 2002 года свыше 200, т.е. больше 40%, акций, входящих в состав фондового индекса Standard Poor's 500 stock, имели значение P/E 17 или меньше (берется средняя прибыль за три года). Свежие данные о доходности облигаций с рейтингом AA можно найти на сайте [www.bondtalk.com](http://www.bondtalk.com).*

*В 1960 году только двум из 29 промышленных компаний не удалось добиться двукратного превосходства текущих активов над текущими обязательствами, и только двум не удалось добиться того, чтобы чистые текущие активы превысили их долги. По состоянию на декабрь 1970 года количество компаний в этой категории увеличилось с двух до двенадцати.*



**220**

*Скорректировано с учетом выплат дивидендов и дробления акций.*

**221**

*Данные представлены на конец 1970 фискального года.*

*Данные взяты из **Moody's Industrial Manual** (1971).*

*NSA — чистые текущие активы*

*Убытки для 1958-1960 годов.*

*При рассмотрении хороших показателей компании Swift на протяжении не очень удачного 1970 года мы игнорируем убытки 1968-1970 годов.*

*Небольшое отставание от значения 2 компенсируется маржей дополнительного долгового финансирования.*

*См. определение в главе 13.*



*Когда Грэхем писал эту книгу, единственным общедоступным инвестиционным фондом, специализировавшимся на акциях коммунальных компаний, был фонд Franklin Utilities. Сегодня их более 30. Грэхем не ожидал банкротства атомных электростанций. Он также не предусмотрел последствий принятия отдельных законов в Калифорнии. Курсы акций коммунальных компаний сейчас значительно более изменчивы, чем во времена Грэхема, и большинство инвесторов должны владеть ими только через хорошо диверсифицированные недорогие инвестиционные фонды типа Dow Jones U.S. Utilities Sector Index Fund (котировочный символ: YD\J) или Utilities Select Sector SPDR ( UJ). Более подробную информацию можно найти на сайтах [www.ishares.com](http://www.ishares.com) и [www.spdrindex.com/spdr/](http://www.spdrindex.com/spdr/). (Нужно быть уверенным в том, что ваш фондовый брокер не взимает комиссионные при реинвестировании ваших дивидендов.)*

*Как результат мы должны исключить большинство акций нефтяных компаний, поскольку они эмитировали чрезмерное количество облигаций. Обоснованием подобного шага может служить анализ гарантийного соглашения, сопровождающего выпуск облигаций. Но подобные размышления могут оказаться слишком сложными для рассмотрения пассивным инвестором.*

**230**

*Оценки сделаны для 1971 года.*

*Замечательным подтверждением точки зрения Грэхема служит тот факт, что фондовый индекс Standard Poor's Utility Index на протяжении 30 лет (вплоть до 31 декабря 2002 года) обеспечивал более высокую доходность, чем хваленый индекс NASDAQ.*

*Цены указаны на момент закрытия торгов в конце года.*

*Сегодня финансовая индустрия включает в себя еще больше видов компаний: коммерческие банки; страховые и кредитные компании, ипотечно-финансовые компании; фирмы, специализирующиеся на предоставлении потребительских кредитов, фирмы, обслуживающие владельцев кредитных карточек; компании по управлению денежными средствами и трастовые компании; инвестиционные банки и брокерские фирмы; страховые компании; фирмы, специализирующиеся на строительстве и владении недвижимостью, включая инвестиционные трасты, проводящие операции с недвижимостью. Несмотря на то, что этот сектор на сегодня самый диверсифицированный, предупреждение Грэхема относительно финансовой прочности более чем важно.*

*Данные на конец года взяты из индексов Standard Poor's. Средний уровень для 1941-1943 годов равен 10.*

*Сейчас на рынке остались акции только нескольких ведущих железнодорожных компаний, включая компании Burlington Northern, CSX, Norfolk Southern и Union Pacific. Советы данного раздела могут быть прямо отнесены к акциям авиакомпаний. К этому выводу подталкивают факты их массированных убытков и практически не прекращающихся плохих результатов на протяжении почти полувека. Все это очень напоминает ситуацию с железнодорожными компаниями во времена Грэхема.*



Грэхем кратко излагает суть "гипотезы эффективного рынка" — научной теории, в соответствии с которой цена каждой акции отражает всю доступную участникам фондового рынка информацию о компании. При наличии миллионов инвесторов, которые каждый день тщательно ищут привлекательные объекты для покупки, маловероятно, чтобы серьезные ошибки в ценообразовании акций существовали на протяжении длительных периодов времени. В старой шутке говорится о двух прогуливающихся профессорах. Когда один из них роняет 20-долларовую банкноту и наклоняется, чтобы поднять ее, другой хватается за руку и говорит: "Не беспокойся. Если бы это действительно была 20-долларовая банкнота, ее уже кто-то забрал бы". Несмотря на то, что рынок не является идеально эффективным, он почти близок к такой эффективности в большинстве случаев — а потому разумный инвестор наклонится, чтобы подобрать 20-долларовую банкноту фондового рынка, только после тщательного исследования и минимизации издержек на осуществление торговой операции и уплату налогов.

Это одна из основных мыслей в книге Грэхема. Действия инвесторов ироничны по своей природе: мы инвестируем сегодня, но инвестируем ради будущего. И, к сожалению, будущее практически всегда неопределенно. Темпы инфляции и колебания процентных ставок непредсказуемы. Экономический спад начинается и заканчивается совершенно случайно. Геополитические потрясения, типа войн и террористических актов, приходят без предупреждения. Судьба отдельных компаний и отраслей часто оказывается противоположной ожиданиям большинства инвесторов. Таким образом, инвестирование на основе прогнозов — дело бесполезное. Даже прогнозы так называемых "экспертов" менее надежны, чем подбрасывание монеты. Для большинства людей инвестирование на основе защиты — от переплаты за акции и чрезмерной уверенности в качестве своих собственных суждений — это лучшее решение. Более подробно Грэхем останавливается на этой концепции в главе 20.

*В ходе исследования, которое проводили Фрейд, Блюм и Крокетт с января 1960 по июнь 1968 года, сравнивались результаты деятельности более чем 100 ведущих инвестиционных фондов с доходностью портфелей, сформированных случайно из более чем 500 акций крупнейших компаний из листинга Нью-йоркской фондовой биржи. Инвестиционные фонды, по данным проведенного исследования, с 1965 по 1968 год обеспечили своим акционерам более высокую доходность, чем в первой половине этого периода. К аналогичным выводам пришел и Грэхем в своем исследовании (см. главы 7 и 9). Но такое улучшение ситуации не было постоянным. Согласно результатам этих исследований, взаимные инвестиционные фонды в среднем обеспечивали доходность ниже доходности фондового рынка на размер маржи, примерно равной операционным издержкам и издержкам на осуществление торговых операций. Эти сведения подтверждались настолько часто, что сомневающиеся могут найти доказательства в финансовом разделе The Flat Earth Society.*

*I. Friend, M. Blume, and Crockett, Mutual Funds and Other Institutional Investors: A New Perspective (McGraw-Hill, 1970)*

Как уже рассматривалось в Комментариях к главе 9, существует несколько причин того, что взаимные инвестиционные фонды не в состоянии превзойти доходность фондового рынка в целом. К ним, среди прочего, относятся низкая доходность денежных остатков инвестиционных фондов и высокая стоимость исследовательской деятельности, а также торговых операций с акциями. Отметим также, что инвестиционный фонд, который владеет акциями 120 компаний (обычное количество), может оказаться в хвосте фондового индекса *Standard Poor's 500-stock*, если доходность любой из оставшихся 380 компаний из его состава окажется исключительной. Чем меньшим количеством акций владеет инвестиционный фонд, тем выше вероятность того, что он упустит акции компании, которая, вроде компании *Microsoft*, может оказаться будущим лидером рынка.

*В этом разделе, как и в предыдущей главе, Грэхем затрагивает суть гипотезы эффективного рынка (Efficient Market Hypothesis). Проблема фондового рынка на сегодня состоит не в том, что многие финансовые аналитики глупы, а скорее в том, что многие из них очень способны. Поскольку все больше и больше сообразительных людей исследуют фондовый рынок в поиске выгодных объектов для инвестиций, то последние все труднее найти, и парадокс состоит в том, что подобное положение вещей характеризует аналитиков так, будто им не хватает ума, чтобы провести такие исследования. Рыночная оценка тех или иных акций — это результат многочисленных оценок специалистов, формируемый в масштабах реального времени. Почти всегда этот "коллективный разум" рынка дает практически правильную оценку большинству акций. Только в редких случаях Мистер Рынок (см. главу 8) устанавливает цены совсем неправильно.*

*Грэхем основал Graham-Newman Corporation в январе 1936 года и заявил о роспуске компании поем завершения активной деятельности в области управления денежными средствами и выхода на пенсию в 1956 году. Предшественником этой корпорации было партнерство под названием Benjamin Graham Joint Account, которое действовало с января 1926 по декабрь 1935 года.*

*"Несвязанные" хеджинговые операции включают покупку акций или облигаций одной компании и "короткую" продажу (или уверенность в падении курсов) акций, выпущенных другой компанией. "Связанный" хеджинг включает куплю-продажу акций и облигаций, выпущенных одной и той же компанией. "Новая группа" хеджинговых инвестиционных фондов, описанная Грэхемом, развернула широкие операции примерно в 1968 году, но позже по распоряжению Комиссии США по ценным бумагам и фондовой бирже доступ мелких инвесторов к хеджинговым инвестиционным фондам был запрещен.*



*В 2003 году разумный инвестор, следующий наставлениям Грэхема, искал бы свои возможности в сфере высоких технологий, телекоммуникаций и коммунальных энергетических компаний. История подтвердила, что вчерашние неудачники завтра часто становятся победителями.*

*Личное замечание.* Много лет назад, до взлета акций этой компании, автор был ее "вице-президентом по финансовым вопросам" с королевской заработной платой 3 тыс. долл. в год. В то время это был действительно "горячий" бизнес. (В начале 1929 года Грэхем стал вице-президентом по финансовым вопросам компании *Unexcelled Manufacturing*, самого крупного производителя фейерверков в стране. Позже *Unexcelled* стала диверсифицированной химической компанией и как самостоятельная организация больше не существует.)

*Преемником корпорации Industrial Bank of Rhode Island является FleetBoston Financial Corp. Один из предшественников корпорации, Providence Bank, был учрежден в 1791 году.*

*В справочнике Stock Guide не представлены компании с коэффициентом P/E выше 99. Большинство из них можно расценивать как не обычное математическое явление, причиной которого служит прибыль, едва превышающая нулевое значение.*

*Для сегодняшнего инвестора такой показатель, скорее всего, составляет примерно 1 долл. за одну акцию. Этот уровень — необходимый минимум для котировки на фондовой бирже, цена ниже указанной не желательна для участия акций в торгах на основных фондовых биржах. Мониторинг уровня цен акций этих компаний может потребовать существенных усилий, что свидетельствует об их непрактичности для пассивных инвесторов. Стоимость проведения торговых операций с низкоценовой группой акций может быть очень высокой. Компании с очень низкой ценой акций также характеризуются внушающей беспокойство тенденцией к уходу из бизнеса. Но все же диверсифицированные портфели, составленные из акций таких компаний, в настоящее время могут быть привлекательными для некоторых активных инвесторов.*

*С учетом дробления акций.*

*С точки зрения Грэхема, большой удельный вес гудвила фирмы может возникнуть в двух случаях: если корпорация может приобрести другие компании значительно дешевле стоимости их активов или если ее собственные акции продаются значительно дороже балансовой стоимости.*

*Удельная стоимость оборотного капитала в расчете на одну акцию рассчитывается как соотношение разницы стоимости текущих активов на акцию и текущих обязательств на акцию. Здесь же автор подразумевает "чистую стоимость оборотного капитала", или разность между стоимостью текущих активов и **всех** обязательств в расчете на одну акцию.*



*"Le coeur a ses raisons que la raison ne connait point". Этот поэтический пассаж—один из аргументов в известной теологической дискуссии, известной как "пари Паскаля" (см. Комментарии к главе 20 на сайте издательства [www.williamspublishing.com](http://www.williamspublishing.com))*

*Как указывалось в Комментариях к главе 7, арбитраж по слиянию в целом неблагоприятен для большинства индивидуальных инвесторов.*

*Грэхем крайне скептически относится к варрантам, что становится понятно дальше из содержания этой главы.*

*Этот момент хорошо проиллюстрирован одновременными выпусками двух облигаций компании Ford Motor Finance. Одним из них стал выпуск неконвертируемых облигаций с доходностью 7,5% и погашением через 20 лет, а другим — облигации с погашением через 25 лет, более низкого качества по сравнению с первыми из-за очередности требований и доходности только на уровне A,5%. Но они были конвертируемыми в акции компании Ford Motor. Чтобы получить привилегию конверсии, покупатель отказывался от 40%-ной доходности и соглашался с более низкой позицией кредитора.*

*Грэхем имеет в виду, что независимо от рекламы, которую обычно слышит инвестор, конвертируемые облигации автоматически не предлагают "лучшее из двух миров". Более высокая доходность и более низкий риск не всегда идут рука об руку. Что Уолл-стрит дает одной рукой, то обычно отбирает другой. Инвестиционный инструмент может предлагать лучшее из одного мира и худшее из другого. Но лучшее двух миров редко возможно в одном пакете.*

*В соответствии с данными Goldman Sachs and Ibbotson Associates, с 1998 по 2002 год конвертируемые ценные бумаги в среднем обеспечивали годовую доходность в размере 4,8%. Это было намного лучше, чем 0,6% годового убытка по акциям компаний США, но значительно ниже доходности среднесрочных (7,5% годовой доходности) и долгосрочных корпоративных облигаций (8,3% годовой доходности). В середине 1990-х годов, по данным компании Merrill Lynch, в год выпускалось конвертируемых ценных бумаг примерно на 15 млрд. долл. До 1999 года объем таких выпусков увеличился в более чем два раза — до 39 млрд. долл. В 2000 году было выпущено конвертируемых ценных бумаг на 58 млрд. долл., а в 2001 году появилось еще 105 миллионов подобных выпусков. Грэхем предупреждает, что конвертируемые ценные бумаги всегда появляются приблизительно в конце "бычьего" рынка, что, главным образом, связано с тем, что компании даже с низким качеством кредитного рейтинга в этом случае имеют достаточно высокий уровень доходности акций для того, чтобы конверсионные возможности казались привлекательными.*

*Недавние структурные изменения на рынке конвертируемых ценных бумаг частично сняли остроту критических аргументов Грэхема. Конвертируемые привилегированные акции, на которые приходилось примерно половина всего рынка конвертируемых ценных бумаг во времена Грэхема, теперь составляют только одну восьмую этого рынка. Период погашения стал более коротким, что уменьшило волатильность конвертируемых облигаций. При этом многие из них теперь имеют "защиту от неожиданного выкупа" или страховые гарантии относительно преждевременного выкупа. И более половины всех конвертируемых ценных бумаг на сегодня имеют инвестиционный статус, а это значительный рост их кредитного качества по сравнению с временами Грэхема. Так, в 2002 году фондовый индекс Merrill Lynch All U.S. Convertible Index продемонстрировал падение в размере 8,6%, что значительно меньше падения на 22,1% фондового индекса S P 500 и на 31,3% — фондового индекса NASDAQ Composite.*

*"Отзыв" облигации с рынка означает, что корпорация, которая их эмитировала, вынуждена погашать их стоимость до истечения срока выпуска. Краткий обзор механизмов выпуска и обращения конвертируемых облигаций можно найти в Примечании 1 (см. Комментарии к этой главе на сайте издательства [www.williamspublishing.com](http://www.williamspublishing.com) на странице, посвященной книге Разумный инвестор).*



*В последние годы конвертируемые выпуски имели тенденцию к обеспечению более высокой прибыльности, чем по фондовому индексу Standard Poor's 500-stock, на протяжении периодов спада на фондовом рынке, но обычно доходность по ним ниже, чем по другим облигациям. Это ослабляет, но не отрицает полностью критику Грэхема по этому поводу.*

*Это предложение могло бы служить эпитафией на памятнике "бычьему" рынку в 1990-х годах. К "нескольким разумным принципам", о которых забывают инвесторы, также можно отнести следующие: "Деревья не дорастают до небес" и "Быки делают деньги, медведи делают деньги, а свиней забывают"*

*Корпорация American Telephone Telegraph больше не выпускает в значительном объеме конвертируемые облигации. Среди наиболее крупных компаний, которые размещают конвертируемые облигации, сегодня можно назвать General Motors, Merrill Lynch, Tyco International и Roche.*

*Более подробно о "формальной" финансовой отчетности см. в главе 12.*

*В последние годы конвертируемые облигации широко используют компании, работающие в сфере финансов, здравоохранении и в области высоких технологий.*

**265**

*Включает "специальные акции". На конец 1970 года.*

*Обратите внимание на то, что в конце 1971 года обыкновенные акции компании Studebaker-Worthington продавались всего по 38, в то время как привилегированные акции с дивидендами в размере 5 долл. на одну акцию — примерно по 77. Таким образом, разрыв увеличился с 2 до 20 пунктов всего за год, еще раз проиллюстрировав желательность таких изменений, а также тенденцию фондового рынка к игнорированию арифметики. (Кстати, небольшая премия по привилегированным акциям по сравнению с обычными в декабре 1970 года существовала благодаря более высоким дивидендам.)*

*Использование варрантов было чрезвычайно распространенным методом корпоративного финансирования в XIX веке и довольно обычным явлением во времена Грэхема. С тех пор их важность и популярность уменьшились — одно из немногих последних событий, которые доставили бы Грэхему явное удовольствие. На конец 2002 года на Нью-йоркской фондовой бирже осталось только семь варрантов — лишь призрачная частица фондового рынка. Поскольку варранты больше не являются традиционным инструментом для финансирования бизнеса ведущих компаний, современные инвесторы могут прочесть оставшиеся страницы этой главы Грэхема лишь с образовательной целью.*



*Сегодня место варрантов — в "сточной канаве" доски объявлений NASDAQ. Здесь предложение обыкновенных акций часто связано с варрантом в "единое целое" (современный эквивалент того, что Грэхем в свое время называл "пакетом"). Если фондовый брокер предлагает продать вам такого рода финансовый инструмент, вы можете быть на 95% уверены в том, что вам предлагают варранты, и как минимум на 90% — что брокер либо вор, либо идиот. Настоящие брокеры и фирмы не имеют ничего общего с этой сферой.*

*"Пресловутые французские купюры" были выпущены во время Великой французской революции 1789 года. Сначала они были обязательствами революционного правительства. Подразумевалось, что они защищены недвижимостью, которую революционеры отобрали у католической церкви и дворянства. Но революционеры были плохими финансовыми менеджерами. В 1790 году процентная ставка на этот вид ценных бумаг была срезана; вскоре по ним перестали выплачивать проценты вообще, и переквалифицировали их в бумажные деньги. Но правительство отказалось менять их на золото или серебро и выпустило огромное количество новых купюр. В 1797 году они были официально объявлены утратившими ценность.*

Так Грэхем, большой почитатель испанской литературы, перефразировал высказывание из пьесы "Жизнь — это мечта" Pedro Calderon de la Barca (1600-1681): "Наибольшее преступление человека — то, что он появился на свет".

*Как же был "шокирован" финансовый мир банкротством компании Penn Central, о котором было заявлено после уикэнда 20-21 июня 1970 года? По результатам закрытия торгов в пятницу, 19 июня, акции компании Penn Central стоили 11,25 дол. за штуку. Это фактически была ликвидационная цена компании. Недавно акции компаний Enron и WorldCom также продавались по сравнительно высокому курсу буквально накануне объявления о начале процедуры их банкротства.*

*Penn Central возникла в результате слияния, объявленного в 1966 году компаниями Pennsylvania Railroad и New York Central Railroad.*

Такого рода бухгалтерские уловки, с помощью которых прибыль заявляется так, будто "чрезвычайные", "необычные" или "непериодические" издержки не имеют значения, предусматривают использование "формальных" форм финансовой отчетности, которые приобрели популярность в конце 1990-х годов (см. Комментарии к главе 12 на сайте издательства [www.williamspublishing.com](http://www.williamspublishing.com) на странице, посвященной книге Разумный инвестор)

*Железнодорожный "транспортный коэффициент" (сейчас этот показатель принято называть "операционным коэффициентом") показывает эффективность бизнеса путем деления затрат на осуществление перевозок на общие доходы железной дороги. Чем выше это соотношение, тем ниже эффективность бизнеса железнодорожной компании. Сегодня даже соотношение 70% считалось бы прекрасным достижением.*

Познакомьтесь, к примеру, со статьей *Six Flags at Half Mast* д-ра А. Д. Брилоффа в *Barron's* за 11 января 1971 года.



*Сегодня компания Penn Central уже стала историей. В 1976 году она была поглощена корпорацией Consolidated Rail (Conrail), холдинговой компанией с федеральным финансированием, которая выручила из беды несколько обанкротившихся железных дорог. Conrail продала акции на фондовом рынке в 1987 году, а в 1997 году была принята в совместное управление корпорациями CSX и Norfolk Southern.*

Ling-Temco-Vought Inc. была основана в 1955 году Джеймсом Джозефом Лингом, подрядчиком в области электротехнических работ, который самостоятельно продал акции своей компании на сумму в 1 млн. долл., будучи фактически собственным инвестиционным банкиром и распространяя проспекты эмиссии на Выставке штата Техас. Успех в этом мероприятии позволил ему купить десятки разных компаний, за которые он почти всегда расплачивался акциями LTV. Чем больше компаний приобретала LTV, тем выше поднималась рыночная стоимость ее акций. Чем выше становился курс акций, тем больше компаний он мог приобрести. В 1969 году корпорация LTV занимала 14-е место в списке Fortune 500. А затем, как демонстрирует Грэхем, весь этот "карточный домик" начал рушиться. (Корпорация LTV, бизнес которой сегодня сосредоточен исключительно на производстве стали, в конце 2000 года начала процедуру банкротства.) Компании, которые растут в основном за счет приобретений других организаций, называют "серийными покупателями", и аналогия с термином "серийные убийцы" не случайна. Как показывает пример с LTV, серийные приобретения почти всегда приводят к финансовой смерти и краху. Если бы этот урок Грэхема усвоили сегодняшние инвесторы, то они и близко бы не подошли к акциям таких любимцев фондового рынка 1990-х годов, как Consecro, Тусо и WorldCom.

*Прочная традиция замалчивания реальной картины доходности компании за ширмой реструктуризации издержек все еще существует. Отнесение всех возможных издержек на результаты одного года иногда называют учетом на основе принципа "большой ванны" или "кухонной раковины". Этот бухгалтерский трюк позволяет компаниям демонстрировать уверенный рост прибыли в избранном году. Но инвесторы не должны ошибочно воспринимать этот бизнес как действительно здоровый.*

*Активы, сформированные за счет дисконтов на облигации, свидетельствуют о том, что корпорация LTV покупала некоторые облигации дешевле их номинальной стоимости и трактовала такую скидку как актив на том основании, что облигации когда-то могут быть проданы по номинальной стоимости. Грэхем высмеивает эту позицию, поскольку фактически нет никакой возможности узнать, какой будет рыночная цена на облигации на определенную дату в будущем. Если облигации могут продаваться только по стоимости ниже номинальной, то такой "актив" фактически будет обязательством.*

*Мы можем только представить себе, что бы подумал Грэхем об инвестиционных банках, которые занимались размещением акций корпорации InfoSpace в декабре 1998 года. Изначальный курс акции (с учетом дальнейших дроблений), составивший 31,25 долл., вырос затем до 1305,32 долл. в марте 2000 года, а в конце 2002 года упал до 8,45 долл. за одну акцию.*

*Грэхем был бы разочарован, но все же не удивлен, увидев, что коммерческие банки хронически придерживаются политики оказания помощи компаниям, проводящим "нездоровую экспансию". Корпорации Enron и WorldCom, служащие примерами двух самых громких крахов в корпоративной истории, получали помощь и поддержку в размере нескольких миллиардов долларов в виде банковских ссуд.*

*В июне 1972 года (сразу после написания Грэхемом этой главы) Федеральный суд США признал, что председатель корпорации NVF Виктор Познер неправильно распорядился пенсионными активами компании Sharon Steel, использовав их для того, "чтобы помочь аффилированным компаниям в процессе их объединения с другими корпорациями". В 1977 году Комиссия США по ценным бумагам и фондовым биржам (U.S. Securities and Exchange Commission) добилась судебного запрета деятельности Познера, NVF и Sharon Steel для того, чтобы не допустить будущих нарушений федеральных законов путем мошенничества с ценными бумагами. Комиссия утверждала, что Познер и его семья незаконно получили 1,7 млн. долл. в личных интересах от NVF и Sharon Steel. Его также обвиняли в том, что он завысил прибыль компании Sharon до уплаты налога до 13,9 млн. долл.; неправильно учитывал запасы и "перенес прибыль и убытки из одного отчетного финансового года в другой". Компания Sharon Steel, которую Грэхем выделил своим холодным и скептическим взглядом, получила среди финансистов с Уолл-стрит новое прозвище "Раздели и укради" (игра слов: Sharon Steel — "Share and Steal",). Впоследствии Познер был центральной фигурой в волне операций по выкупу контрольного пакета акций с использованием кредита и враждебным поглощением, которая накрыла США в 1980-х годах, поскольку стал основным покупателем бросовых акций, распространителем которых выступила компания Drexel Burnham Lambert.*

*Огромное влияние фактора "разбавления" было бы реализовано, если бы служащие корпорации NVF использовали свои варранты для покупки обыкновенных акций. Компании в этом случае пришлось бы разместить больше акций, и ее чистая прибыль была бы разделена на увеличившееся количество акций, находившихся в обращении.*



*Продолжением истории AAA Enterprises является история более поздней компании ZZZ Best с харизматичным руководством и ограниченными активами. Рыночная стоимость ZZZ Best достигла около 200 млн. долл. в конце 1980-х годов, хотя ее бизнес по производству пылесосов состоял всего лишь из телефона и арендуемого офиса, которым управлял подросток по имени Барри Минков. ZZZ Best обанкротилась, и Минков попал в тюрьму. Однако даже сейчас, когда вы читаете эту историю, организовывается другая подобная компания, и новое поколение "инвесторов" будет одурачено. Ни один из тех, кто читал Грэхема, не должен попасть в их число.*

*В поэме "Абу Бен Адем" британского поэта-романтика Лейха Ханта (1784-1859) праведный Муслим видит ангела, который пишет в золотой книге "имена тех, кто любит Бога". Когда ангел говорит Абу, что его имени нет среди них, тот отвечает: "Я молю тебя, запиши тогда меня как того, кто любит своих братьев". Ангел вернулся следующей ночью и показал Абу книгу, в которой теперь имя Бен Адема стояло первым.*

*Инвесторы, покупая растущее количество обыкновенных акций с превышением их балансовой стоимости, увеличивали стоимость капитала компании AAA в расчете на одну акцию. Но инвесторы совершили огромную ошибку, поскольку большая часть роста стоимости акционерного капитала была обусловлена растущим спросом на акции.*

Грэхем считает, что инвестиционные банки не должны использовать кредитные средства для того, чтобы приобретать "горячие" акции в ходе их первичного размещения на фондовом рынке с целью получить прибыль за счет их дальнейшей перепродажи. Если же они это делают, тогда и на них должен ложиться позор за провал акций в долгосрочном периоде. Многие Интернет-компании обеспечили рост стоимости на 1000% и больше в 1999 году и в начале 2000 года; большинство из них потеряли свыше 95% на протяжении следующих трех лет. Как могли эти ранние доходы, полученные несколькими инвесторами, оправдывать массовые разорения, ожидавшие миллионы тех, кто пришел позже? Многие выпуски акций Интернет-компаний фактически были осознанно недооценены для "производства" немедленных прибылей, которые бы привлекли больше внимания к следующим предложениям.

*Первые четыре предложения Грэхема из этого абзаца можно читать как официальную эпитафию "мыльным пузырям" Интернет- и телекоммуникационных компаний, которые массово лопались в начале 2000 года. Так же как предупреждение о вреде курения на упаковке сигарет не останавливает курильщика, никакие регуляторные реформы никогда не уберегут инвесторов от передозировки из-за собственной скупости. (Даже коммунизм не смог избежать "мыльных пузырей" на рынке; китайский фондовый рынок акций вырос на 101,7% в первой половине 1999 года, а потом быстро потерпел крах.) Так же и инвестиционные банки не смогут полностью прекратить заниматься продажами акций по любой цене, которую способен вынести фондовый рынок. Этот порочный круг может быть разорван лишь совместными усилиями инвесторов и финансовых аналитиков. Использование принципов, которым Грэхем следует в инвестиционном бизнесе (особенно внимательно см. главы 1, 8 и 20), — лучший способ начать свою инвестиционную деятельность.*

*В этом случае Грэхем описывает Real Estate Investment Trust, который был поглощен San Francisco Real Estate Investors в 1983 году при курсе акций 50 долл. за штуку. В следующем абзаце рассматривается Realty Equities Corp. of New York.*

*Актер Пол Ньюман какое-то время был главным акционером Realty Equities Corp. of New York после того, как она приобрела в 1969 году его компанию по производству кинофильмов Kayos Inc.*

Компания имела различные выпуски варрантов, дающих право на приобретение более 1,6 миллиона акций по разным ценам. Акции в листинге биржи продавались по цене 30,5 за один варрант.



Будучи трастом, проводящим операции с недвижимостью, компания не должна была платить федеральный налог на прибыль в 1968 году.

*Компания Realty Equities была исключена из листинга Американской фондовой биржи в сентябре 1973 года. В 1974 году Комиссия США по ценным бумагам и фондовой бирже подала в суд на бухгалтеров компании Realty Equities за мошеннические махинации. Основатель компании Моррис Карп позже признал себя виновным по одному из пунктов обвинения — в хищении в крупных размерах.*

*"Гетероклитичность" — технический термин, взятый из древнегреческого языка, который Грэхем использует для обозначения отклоняющихся от нормы или необычных явлений.*

*Под "объемом" Грэхем подразумевает продажи, или выручку, т.е. общую оценку операций каждой компании в денежном измерении.*

С учетом конверсии привилегированных акций.

*Покрытие капитала" и бухгалтерская стоимость — синонимы. В табл. 18.2 взаимосвязь цены с активами или бухгалтерской стоимостью можно определить, разделив первую строку "Цена на 31 декабря 1969 года" на строку "Бухгалтерская стоимость в расчете на одну акцию".*

Грэхем говорит о примере с оценкой стоимости акций из главы 15. Со времени написания им этой книги было получено множество доказательств того, что в долгосрочном периоде "выгодные" акции превосходят по доходности "акцироста". (Многие из лучших исследований в области современных финансов содержат независимое подтверждение тех результатов, которые Грэхем продемонстрировал мною лет назад.) См., например, работу Джеймса Л. Дэвиса, Юджина Ф. Фамы и Кеннета Р. Френча "Characteristics, Covariances, and Average Returns: 1929-1997", которую можно найти на сайте <http://papers.ssrn.com>.

*Корпорация Air Products and Chemicals существует и сейчас. Ее акции обращаются на бирже и входят в расчетную базу фондового индекса Standard Poor's 500-stock. Компания Air Reduction Co в 1978 году стала филиалом, полностью принадлежащим The BOC Group (в дальнейшем известной под названием British Oxygen).*



*Для определения рентабельности необходимо обратиться к соответствующим показателям табл. 18.3.*

*Компания American Home Products Co. сейчас известна под названием Wyeth, ее акции входят в расчетную базу фондового индекса Standard Poor's 500-stock. American Hospital Supply Co. была приобретена корпорацией Baxter Healthcare в 1985 году.*

*"Примерно в 30 раз" отмечено записью 2920% в строке "Цена/бухгалтерская стоимость" в табл. 18.4. Грэхем покачал бы удивленно головой в конце 1999 и в начале 2000 года, когда многие компании из сферы высоких технологий продавали свои акции по цене, в сотни раз превышавшей стоимость их активов (см. Комментарии к этой главе на сайте издательства [www.williamspublishing.com](http://www.williamspublishing.com) на стран Разумный инвестор). Что же касается "практически неслыханного примера столь серьезных оценок фондового рынка", то компания H R Block остается компанией, акции которой продаются публично, в то время как корпорация Blue Bell в 1984 году стала частной при стоимости 47,50 долл. за одну акцию.*

Читатель припомнит материал из главы 17, в которой шла речь о том, как *AAA Enterprises* пыталась войти в этот бизнес, но вскоре потерпела поражение. (Здесь Грэхем приходит к мудрому и парадоксальному наблюдению: чем больше прибыли зарабатывает компания, тем выше вероятность того, что ей придется столкнуться с новой конкуренцией, поскольку высокие прибыли четко сигнализируют о том, что это должны быть легкие деньги. Новая конкуренция, в свою очередь, приведет к более низким ценам и меньшей прибыли. Это хорошо видно на примере слишком оптимистически настроенных покупателей акций Интернет-компаний, которые верили, что ранние победители сохранят свои преимущества навсегда.)

*С учетом конверсии привилегированных акций.*

*Грэхем предупреждает читателей об опасной форме "заблуждений игрока", в соответствии с которой инвесторы верят в то, что переоцененные акции должны непременно падать в цене просто в силу одного этого факта. Как и монета, которая девять раз подряд падала вверх решкой, не обязательно в следующий раз повернется к вам орлом, так и переоцененная акция (или фондовый рынок!) может оставаться переоцененной на протяжении удивительно длительного времени. Именно в силу этого занятие "короткими продажами" в надежде извлечь прибыль на падении курса акций слишком рискованно для простых смертных.*

*Компания International Harvester стала преемником компании McCormick Harvesting Machine, производителя жаток марки McCormick, благодаря которым центрально-восточные штаты превратились в "мировую кормушку". Но для компании International Harvester в 1970-х годах начались тяжелые времена, и в 1985 году она продала свой бизнес по производству техники для фермерских хозяйств компании Tenneco. После изменения своего названия на Navistar оставшаяся часть компании в 1991 году была исключена из списка фондового индекса Доу-Джонса (несмотря на это, она все еще остается в составе фондового индекса Standard Poor's 500-stock). Общая рыночная стоимость компания International Flavors Fragrances, которая также входит в расчетную базу фондового индекса Standard Poor's 500-stock, в начале 2003 года составляла 3 млрд. долл. (для сравнения: стоимость компании Navistar равнялась 1,6 млрд. долл.).*

*Более подробно о том, в чем, по мнению Грэхема, должна заключаться активная позиция акционеров, читайте в Комментариях к главе 19 на сайте издательства, критикуя компанию Harvester за отказ направить усилия на максимизацию богатства акционеров, Грэхем злоеце предсказывает поведение ее будущего руководства. В 2001 году большинство акционеров проголосовали за отмену ограничений компании Navistar на количество акций, необходимых для поглощения компании, но совет директоров просто отказался прислушаться к пожеланиям акционеров. Знаменательно то, что антидемократическая тенденция в культуре некоторых компаний может продолжаться десятилетиями.*



*С учетом конверсии привилегированных акций.*

*Корпорация McGraw Hill до настоящего времени остается компанией, которая представлена на торгах. Кроме прочего, она владеет журналом BusinessWeek и корпорацией Standard Poor's. Компания McGraw Edison сегодня является подразделением корпорации Cooper Industries.*

*Характеризуя кризисную ситуацию в мае 1970 года, Грэхем ссылается на падение фондового рынка США в размере 5,5%. С конца марта и до конца июня 1970 года индекс Standard Poor's 500-stock потерял 19% своей стоимости. Этот трехмесячный период был самым худшим в истории фондового рынка.*

**311**

*С учетом конверсии привилегированных акций.*

**312**

*С учетом рыночной стоимости варрантов.*

*Компания National Presto и сегодня является компанией, акции которой котируются на фондовом рынке. Компания National General в 1974 году была приобретена другим сомнительным конгломератом — American Financial Group, который в разные времена проявлял интерес к кабельному телевидению, банковскому делу, недвижимости, взаимным инвестиционным фондам, страхованию и торговле бананами. AFG также стала могилой для некоторых активов корпорации Penn Central (см. главу 17).*

*Год заканчивается 30 апреля.*

*Корпорация Whiting впоследствии стала дочерней компанией Wheelabrator-Frye, а в 1983 году изменила акционерную форму собственности на частную. Компанией Willcox Gibbs сейчас владеет компания Group Rexel, производитель электрооборудования, которая является подразделением Pinault-Printemps-Redoute Group of France. Акции Rexel котируются на Парижской фондовой бирже.*



*Как низкий, так и высокий уровень в 1970 году.*

*Как низкий, так и высокий уровень в 1970 году.*

**318**

*1959 год по сравнению с 1960 годом.*

**319**

*1959 год по сравнению с 1960 годом.*

**320**

*Цены указаны без учета дробления акций.*

*По иронии судьбы, враждебные поглощения стали сходить на нет вскоре после того, как появилась последняя редакция книги Грэхема. В 1970-е — начале 1980-х годов эффективность американской индустрии упала до самого низкого уровня. Автомобили были "барахлом", а телевизоры и радиоприемники постоянно барахлили. Руководство многих публичных корпораций игнорировало как текущие интересы своих акционеров, так и будущие перспективы своего собственного бизнеса. Изменения наступили в 1984 году, когда независимый нефтепромышленник Т. Бун Пикенс энергично взялся за поглощение сопротивляющейся конкурирующей компании Gulf Oil. Вскоре "корпоративные захватчики", вооруженные "бросовыми" облигациями Drexel Burnham Lambert, стали прочесывать ландшафт корпоративной Америки, заставляя склеротичных индустриальных монстров предпринимать усилия для повышения эффективности их бизнеса. И хотя многим компаниям не удалось пережить эту эпоху враждебных поглощений — они были разорены, — оставшиеся "сбросили лишний жирок" и стали не только более поджарыми (что хорошо), но и более скредными (что иногда не очень хорошо).*

*Тенденция, которую описывает Грэхем, стала даже сильнее в 1990-х годах, когда казалось, что чем сильнее компания, тем меньше она склонна выплачивать дивидендов и тем ниже ожидания акционеров. Коэффициент выплаты дивидендов, т.е. доля чистой прибыли, которую компании выплачивают в качестве дивидендов, уменьшился с "60-75%" во времена Грэхема до 35-40% в конце 1990-х годов.*

Аналитические исследования показали, что в типичном случае один доллар выплаченных дивидендов в четыре раза сильнее влияет на рыночную цену акций, чем один доллар нераспределенной прибыли. Данный факт хорошо подтверждается при анализе группы коммунальных компаний на протяжении ряда лет, вплоть до 1950 года.



*В конце 1990-х годов компании, занимающиеся бизнесом в высокотехнологичных отраслях, с особой силой отстаивали точку зрения, согласно которой вся их прибыль должна реинвестироваться. За счет этого акционеры смогут получить более высокую прибыль, чем если бы они вложили полученные дивиденды в любую другую сферу бизнеса. Поразительно, но инвесторы никогда не подвергали сомнению справедливость принципа "Папа знает лучше всех" и даже не отдавали себе отчета в том, что прибыль компании принадлежит ее акционерам, а не менеджерам. Более подробно этот материал рассмотрен в Комментариях к этой главе на сайте издательства [www.williamspublishing.com](http://www.williamspublishing.com) на странице, посвященной книге Разумный инвестор.*

*Стоимость акций компании Superior Oil в 1959 году достигла своего пикового значения в 2165 долл. за одну акцию, когда выплачивала 4 долл. в качестве дивидендов. На протяжении многих лет стоимость акций Superior была самой высокой из всех, зарегистрированных на Нью-йоркской фондовой бирже. Компания Superior, контролируемая семейством Кек из Хьюстона, была выкуплена корпорацией Mobil в 1984 году.*

*Сегодня практически все операции по дроблению акций проводятся за счет изменения их номинала. При дроблении два к одному одна акция делится на две, номинал каждой из которых равен половине номинала первоначальной акции. При дроблении три к одному одна акция делится на три, номинал каждой из которых равен одной трети номинала акции-предшественницы и т.д. Только в крайне редких случаях дробление происходит за счет увеличения акционерного капитала, как это было во времена Грэхема.*

*"Правило 703" Нью-йоркской фондовой биржи регулирует операции по дроблению акций и выплате дивидендов в виде акций. Нью-йоркская фондовая биржа сейчас устанавливает границу выше 25% и меньше 100% в качестве критерия "частичного дробления акций".*

*Эта политика, которая была необычной еще во времена Грэхема, сегодня встречается крайне редко. В 1936 и затем в 1950 году примерно по половине всех акций Нью-йоркской фондовой биржи выплачивались т.н. "особые дивиденды". В 1970 году количество таких акций сократилось менее чем до 10%, а в 1990-е составило всего 5%. Более подробно об особых дивидендах можно прочесть в книге: Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, and Douglas J. Skinner, "Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling", Journal of Financial Economics, vol. 57, no. 3, September, 2000, p. 309-354. Наиболее правдоподобное объяснение такого спада заключается в том, что корпоративным менеджерам стало не по себе от мысли, что акционеры могут интерпретировать особые дивиденды как сигнал о возможном снижении будущей прибыли компании.*

*Со стороны ученых критику практики выплаты дивидендов в виде акций возглавили Мертон Миллер и Франко Модильяни, которые за взгляды, высказанные в статье Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares (1961 год) получили Нобелевскую премию в области экономики. Они обосновывали тезис о том, что размер дивидендов не имеет значения, поскольку инвестору безразлична форма, которую принимает доходность его инвестиций: то ли от дивидендов и роста курса акции, то ли только благодаря росту курса акции, поскольку общая доходность будет одинаковой в обоих случаях.*

*Аргументы, приводимые Грэхемом, утратили свою силу, поэтому современные инвесторы могут спокойно пропустить данный абзац. Акционерам больше нет необходимости разрывать свой сертификат на право владения акциями, поскольку практически все акции сейчас выпускаются в электронном, а не в бумажном виде. И когда Грэхем говорит о том, что 5%-ный прирост денежных дивидендов менее "вероятен", чем постоянные дивиденды по 105 акциям, то не понятно, как можно определить такого рода вероятность.*

*Права подписки, которые часто называют просто "правами", используются не так часто, как во времена Грэхема. Права подписки дают акционеру право на покупку новых акций, иногда с дисконтом по сравнению с их рыночной ценой. Акционер, который не использует своих прав, в итоге будет владеть меньшей долей акционерного капитала компании. Таким образом, здесь присутствует определенная доля принуждения акционера к покупке новых акций. Права используются сегодня в закрытых инвестиционных фондах или других холдинговых компаниях.*



*Администрация президента Джорджа Буша в 2003 году предприняла усилия с целью решить проблему двойного налогообложения корпоративных дивидендов, хотя еще рано говорить о том, насколько полезными могут оказаться в действительности законы, планируемые к принятию Конгрессом. Более целесообразно было бы исключить дивидендные платежи корпорации из суммы, подлежащей обложению налогом на прибыль, но это не входит в рамки предложенного законодательства.*

*"Говорят, что однажды восточный монарх поручил своим мудрецам придумать для него фразу, которая находилась бы всегда перед глазами и была бы правдива и уместна в любое время и в любой ситуации. Они придумали для него следующие слова: "И это пройдет". Как много этим сказано! Как смиряют эти слова в минуты гордости! Как утешают в глубокой грусти! "И это пройдет ". И все же давайте надеяться на то, что эти слова не совсем правдивы". — Abraham Lincoln, Address to the Wisconsin State Agricultural Society, Milwaukee, September 30, 1859-1865 (Library of America, 1985), vol.II,p.101.*

*"Сила доходности" (earning power) — термин Грэхема, используемый им по отношению к потенциальным прибылям компании. Он объясняет это понятие как объем прибыли, который фирма "может зарабатывать из года в год", если условия ее бизнеса на протяжении определенного периода остаются неизменными. (Security Analysis, 1934 ed., p. 354). Из лекций Грэхема понятно, что он настаивает на периоде в пять лет и больше. Вы можете грубо, но без особого труда прикинуть силу доходности компании в расчете на одну акцию, рассчитав коэффициент, обратный соотношению между ценой и прибылью. Об акции с коэффициентом "цена/прибыль", равным 11, можно сказать, что ее сила доходности составляет 9% (1: 11). Сегодня "силу доходности" часто называют "доходностью акций".*

*Эта проблема более подробно рассмотрена в Комментариях к главе 19 на сайте издательства [www.williamspublishing.com](http://www.williamspublishing.com) на странице, посвященной книге Разумный инвестор.*

Грэхем элегантно подвел итог дискуссии по данной проблеме в лекции, состоявшейся в 1972 году: "Маржа безопасности — это разница между двумя показателями, первый из которых представляет собой отношение удельной прибыли на акцию к цене ее покупки (доходность акции), а второй — процентную доходность облигаций. Данная маржа безопасности должна компенсировать неблагоприятные изменения. В то время когда готовилось издание *The Intelligent Investor* 1965 года, акции продавались в среднем по цене, в 11 раз превышавшей удельную прибыль, что означало величину доходности акций в размере 9% по сравнению с доходностью 4% по облигациям. В этом случае маржа безопасности составляла для вас свыше 100%. Теперь (в 1972 году) не существует разницы между уровнем доходности акций и уровнем процентной доходности облигаций, и я говорю, что не существует маржи безопасности... маржа безопасности акций будет для вас отрицательной..." См. "Benjamin Graham: Thoughts on Security Analysis" (стенограмма лекции в школе бизнеса при Северовосточном университете Миссури, март 1972 года), *Financial History*, no. 42, March, 1991, p. 9.

*Этот раздел, который Грэхем написал в начале 1972 года, — очень точное описание условий фондового рынка в начале 2003 года. (Более подробно об этом можно прочесть в Комментариях к главе 13 на сайте издательства [www.williamspublishing.com](http://www.williamspublishing.com) на странице, посвященной книге Разумный инвестор.)*

*"Американская" рулетка включает цифры 0 и 00, поэтому вместе с цифрами от 1 до 36 общее количество ячеек составляет 38. Казино предлагает максимальную выплату 35 к 1. А что же произойдет, если вы поставите 1 долл. на каждую цифру? Поскольку шарик может упасть только в одну лунку, то вы выиграете 35 долл., если это случится, но потеряете на всех других 37 долл. Таким образом, убыток составит 2 долл. Эти 2 долл. разницы (или 5,26% общей суммы вашей ставки, которая составляет 38 долл.) — преимущество казино, которое свидетельствует о том, что в среднем игроки в рулетку всегда будут терять больше, чем выигрывать. Поскольку в интересах игроков в рулетку ставить как можно реже, казино заинтересовано в том, чтобы постоянно крутить колесо. Аналогично разумный инвестор должен искать возможность максимизировать количество акций, которые предлагают "более высокие шансы получить прибыль, чем убыток". Для большинства инвесторов диверсификация — самый простой и дешевый способ увеличить свою маржу безопасности.*

*Грэхем говорит о том, что не существует понятия хорошей или плохой акции; есть только дешевые и дорогие акции. Акции даже самой лучшей компании попадают в графу "продажа", когда их цена становится слишком высокой, в то время как акции самой худшей компании стоит покупать, если цена опускается до достаточно низкого уровня.*



*Многие из тех, кто в конце 1999 — начале 2000 года выбрал акции технологических и телекоммуникационных компаний в качестве "настоящей инвестиции", когда они были дьявольски переоценены, продали их как "слишком рискованные" в 2002 году — даже несмотря на то, что, по словам Грэхема, сказанным намного раньше, "падение цен примерно на 90% сделало многие из этих ценных бумаг очень привлекательными и действительно безопасными". Аналогично аналитики с Уолл-стрит всегда пытались назвать акцию "хорошей покупкой", когда ее цена была высокой, и вешали ей ярлык "на продажу" после того, как цена падала, — с точностью до наоборот по сравнению с тем, что диктовал Грэхем (и просто здравый смысл). На страницах своей книги Грэхем отделяет спекуляцию (или покупку с надеждой на дальнейший рост цен) от инвестирования (или покупки на основе того, сколько стоит бизнес соответствующей компании).*

*Варранты предоставляют владельцу право купить акции компании по определенной цене. Варранты были почти полностью вытеснены опционами на акции. Грэхем указывает на то, что это плохой пример потому, что даже в его дни варранты считались одним из наиболее сомнительных инструментов. (См. Комментарии к главе 16 на сайте издательства [www.williamspublishing.com](http://www.williamspublishing.com) на странице, посвященной книге Разумный инвестор.)*

Этот аргумент подтверждает и статья Пола Холлингби *Speculative Opportunities in Stock-Purchase Warrants* в *Analysts' Journal* за третий квартал 1947 года.

*Включая дивиденды (и распределение прибыли от прироста капитала в случае Sequoia Fund), которые рассматриваются в качестве реинвестиции.*

*Эти цифры немного отличаются от данных для фондового индекса SP в табл. 1 из-за различий в расчете реинвестированных дивидендов.*

*Речь Бенджамина Грэхема на ежегодном собрании Национальной федерации финансовых аналитиков в мае 1958 года.*

**346**

*перевод С.Я.Маршака*

**347**

*За шесть месяцев.*



*Партнерами, о которых столь скромно упоминает Грэхем, являются Джером Ньюмен и сам Бенджамин Грэхем.*

*Грэхем рассказывает о компании Government Employees Insurance, или GEICO, 50% акций которой они с Ньюменом выкупили в 1948 году. Примерно в то же время Грэхем закончил писать книгу Разумный инвестор. Грэхем и Ньюмэн вложили в GEICO 712,5 тыс. долл., что составляло в то время примерно 25% средств их инвестиционного фонда. Грэхем был членом совета директоров GEICO на протяжении многих лет. По стечению обстоятельств, самый лучший студент Грэхема — Уорен Баффет — сделал огромную ставку на компанию GEICO в 1976 году, когда крупная страховая компания находилась на грани банкротства. Эта инвестиция также стала одним из лучших решений Баффета.*

*Из-за юридических формальностей Грэхему и Ньюмену, в соответствии с рекомендациями Комиссии США по ценным бумагам и фондовой бирже, пришлось распределить свой вклад в корпорацию GEICO среди акционеров их инвестиционного фонда. Инвестор, владевший 100 акциями инвестиционного фонда Graham-Newman в начале 1948 года (общей стоимостью 11413 долл.), который принял участие в распределении акций GEICO, в 1972 году владел 1,66 млн. долл. "Созданными впоследствии филиалами" GEICO стали корпорация Employees Financial и компания Criterion Insurance.*

*Следует признать, что сделка почти провалилась, поскольку партнеры требовали гарантий, что цена покупки будет на 100% покрыта стоимостью активов. Будущие 300 млн. долл. (и даже больше) рыночной прибыли оказались равными примерно 50 тыс. долл. в соответствии с бухгалтерской документацией. По иронии судьбы, они получили то, на чем и настаивали.*

*Книга написана в соавторстве с Дэвидом Доддом и впервые издана в 1934 году.*

*Гроссбаум изменили фамилию на Грэхем во время Первой мировой войны, когда к немецким именам относились с подозрением.*

*Корпорация Graham-Newman была взаимным инвестиционным фондом открытого типа (см. главу 9), которым владели Грэхем и Джером Ньюмен, искусный инвестор со своими собственными правами. На протяжении длительного периода инвестиционный фонд был закрыт для новых инвесторов. Я благодарен Уолтеру Шлоссу за то, что он предоставил данные, необходимые для оценки результатов деятельности корпорации Graham-Newman. 20%-ная средняя доходность, на которую ссылается Грэхем в своем эпилоге, не учитывает затрат на оплату услуг за управление капиталом.*

*Текст, представленный в этой книге, — опубликованное в 1973 году четвертое издание, которое Грэхем обновлял в 1971-1972 годах.*



*Комментарии Джейсона Цвейга размещены на сайте Издательского дома "Вильямс" [www.williamspublishing.com](http://www.williamspublishing.com). — Примеч. ред.*